

Inhoudsopgave

Inhoudsopgave	1
BIJLAGEN DEEL I	2
Bijlage I.1 Terminologie	3
Bijlage I.2 Een korte historie van verantwoord beleggen	4
Bijlage I.3 De prudent person-regel en verantwoord beleggingsbeleid	6
1. Achtergronden	6
2. Pensioenrichtlijn en Pensioenwet	6
3. Pension fund governance	8
4. Prudent person-regel: open norm	9
5. Prudent person-regel; interpretatie naar Nederlands recht	11
6. Internationaal recht	12
7. Uitoefening van zeggenschapsrechten	13
8. Mandaat van de begunstigten	14
9. Wat kan het pensioenfonds 'daarenboven' doen?	14
10. Samenvatting	16
Bijlage I.4 Pensioenfondsen en verantwoording	17
Bijlage I.5 Trends in maatschappelijke vraagstukken. Enkele observaties	21
BIJLAGEN DEEL II	22
Bijlage II.1 De beleggingsstrategieën nader uitgewerkt	23
I. Uitsluiting en opschorting via negatieve screening	23
II. Best-in-class via positieve screening	24
III. Integratie	26
IV. Doelinvesteringen	27
V. Engagement	28
VI. Stemmen	30
Bijlage II.2 Een criterium nader uitgewerkt: mensenrechten	32
1. Definitie	32
2. Schendingen van mensenrechten	32
3. Schendingen van mensenrechten en het bedrijfsleven	33
4. Hoe om te gaan met schendingen van mensenrechten?	33
Bijlage II.3 De selectie van dienstverleners en een overzicht van netwerken	36
Bijlage II.4 Verantwoord Beleggen: Rendement en Risico	41
1. Inleiding	41
2. Rendement en risico	41
3. Verbreding naar andere beleggingscategorieën	46
4. Implicaties voor de belegger	47
Bijlage II.5 Studies naar de impact van verantwoord beleggen	53

BIJLAGEN DEEL I

Bijlage I.1 Terminologie

A. Duurzaam versus (maatschappelijk) verantwoord beleggen

De termen 'duurzaam beleggen', 'maatschappelijk verantwoord beleggen' en 'verantwoord beleggen' zijn equivalent. Voor zover er een verschil bestaat tussen beide is dat in de regel semantisch of gevoelsmatig van aard. Inhoudelijk zijn er op de keper beschouwd weinig verschillen. In alle gevallen beoogt de besluitvormer – alsmede de uitvoerder – rekening te houden met sociale, governance en milieuoverwegingen. Duurzaam of (maatschappelijk) verantwoord beleggen kenmerkt zich veelal door een pragmatische insteek: het aantal harde restricties op grond waarvan een belegger niet mag investeren is beperkt. Tevens richten duurzame of (maatschappelijk) verantwoorde beleggers zich vaak op het genereren van een outperformance – al dan niet op de lange termijn. De keerzijde van een dergelijk pragmatisme is dat het de belegger op voorhand vaak niet duidelijk is of en in welke mate betrokkenheid bij sociale, governance of milieuvraagstukken acceptabel is.

B. Duurzaam en maatschappelijk verantwoord beleggen versus ethisch beleggen

Waar de termen duurzaam en maatschappelijk verantwoord beleggen in Nederland door elkaar heen worden gebruikt, daar spreken de Belgen in de regel over 'ethisch beleggen'. Vaak bedoelen zij dan hetzelfde als de Nederlanders met voornoemde termen. Wordt in Nederland gesproken over 'ethisch beleggen', dan gebeurt dat vaak in een context waarin activiteiten of gedragingen worden uitgesloten van belegging. Ethisch beleggen kenmerkt zich door een principiële gedrevenheid die op voorhand duidelijkheid biedt bij welke gedragingen en activiteiten de belegger niet betrokken zal zijn. De keerzijde van het ethisch beleggen is de mogelijk grotere omvang van de financiële beleggingsrisico's, voortkomend uit deze principiële houding.

C. Groene en sociaal-ethische beleggingen

Verantwoord beleggen dient te worden onderscheiden van 'maatschappelijke beleggingen'. Maatschappelijke beleggingen kunnen, aldus de Wet op de Inkomstenbelasting 2001, worden onderverdeeld in groene beleggingen en sociaal-ethische beleggingen. Deze beleggingen zijn geïntroduceerd voor particuliere beleggers die daarmee een fiscaal voordeel kunnen behalen. Groene beleggingen zijn aandelen in, winstbewijzen van en geldleningen aan bij ministeriële regeling aangewezen groene fondsen. Groene beleggingsfondsen beleggen hoofdzakelijk in door de overheid goedgekeurde projecten in het belang van de bescherming van het milieu. Het gaat dan om projecten op het terrein van het behoud van bos en landschap, biologische landbouw, schone energie, en duurzaam bouwen.

Sociaal-ethische beleggingen zijn aandelen in, winstbewijzen van en geldleningen aan bij ministeriële regeling aangewezen sociaal-ethische fondsen. Net als bij de groene fondsen investeren deze fondsen de ingelegde gelden hoofdzakelijk in projecten. Sociaal-ethische projecten zijn "projecten die in het belang zijn van:

- a. de voedselzekerheid en voedingsverbetering in ontwikkelingslanden,
- b. de sociale en culturele ontwikkeling in ontwikkelingslanden, of
- c. de economische ontwikkeling, werkgelegenheid en regionale ontwikkeling in ontwikkelingslanden."

Bijlage I.2 Een korte historie van verantwoord beleggen

Verantwoord beleggen heeft zijn oorsprong in de achttiende eeuw in de Verenigde Staten toen de uit Engeland afkomstige Quakers hun geld niet wensten te beleggen in de populaire slavenhandel. Vooraanstaand Quaker John Woolman schreef in dit kader in 1754 zijn *Considerations on the keeping of Negroes*. In dit manifest legde hij uit dat alle mensen – inclusief negers – voor God gelijk zijn, een in die tijd tamelijk revolutionair standpunt. Op grond van Woolman's overwegingen onthielden de Quakers zich van handel in (neger)slaven. Mensen zijn geen handelswaar. Een jaar later verzette diezelfde Woolman zich tegen het betalen van belastingen die voor oorlogsdoeleinden werden aangewend.

Een sterke ontwikkeling van de koppeling tussen ethische gedrevenheid en investeringsgedrag van beleggers zien we echter pas in het midden van de twintigste eeuw ontstaan. Weliswaar werd in 1928 het eerste ethische beleggingsfonds in de VS opgericht – het betrof hier het Pioneer Fund dat voornamelijk christenen in staat stelde 'zondige' bedrijven uit te sluiten – de grote belangstelling ontstond pas naar aanleiding van de Vietnamoorlog. Op de vleugels van de protestbeweging werd in 1971 het eerste beleggingsfonds in de markt gezet dat investeerde in sociaal gescreende bedrijven. Dit initiatief van Pax World wordt gezien als het begin van 'Socially Responsible Investing' (SRI) – de term die Amerikanen plachten te gebruiken. Het initiatief kreeg navolging van onder meer Dreyfus Third Century, Citizens Trust, Calvert, Parnassus en Domini.

Belangrijker dan de ontwikkeling op de markt voor particuliere beleggers vormden maatschappelijke vraagstukken een aanleiding voor beleggers om in dialoog te treden met ondernemingen – een ontwikkeling die nog immer merkbaar is. De eerste aanzetten tot die dialoog kwamen eind jaren zestig, overigens niet van de kant van de institutionele beleggers, maar van religieuze en maatschappelijke organisaties. Bedrijven werden aangespoord om banen aan te bieden aan minderheden en bij te dragen aan de bouw van sociale woningen. Een voorbeeld vormde de actie van FIGHT – een afkorting van Freedom-Integration-God-Honor-Today – dat in 1966 Eastman Kodak aanzette om 600 banen te scheppen voor de lokale minderheden in Rochester, NY. Toen de onderneming terugkwam op haar belofte gebruikte FIGHT haar positie als aandeelhouder om de onderneming aan te spreken op haar verantwoordelijkheid tijdens de Algemene Vergadering van Aandeelhouders in 1967.

Een belangrijke katalysator in de ontwikkeling van verantwoord beleggen vormde de oorlog in Vietnam. Zo spraken onder meer het Medical Committee for Human Rights (MCHR) en de Clergy and Laity Concerned (CALC) Dow Chemical en Honeywell in 1968 publiekelijk aan op hun betrokkenheid bij de oorlog. De CALC wees daarbij fijntjes op het economisch belang van Honeywell: de onderneming leverde 70 procent van alle 'antipersonnel weapons'. Dow Chemical werd aangesproken als producent van Agent Orange. Hoewel institutionele beleggers niet voorop liepen in het aanspreken van bedrijven op hun verantwoordelijkheden, waren met name CalPERS, CalSTRS, NYCERS en TIAA-CREF overtuigd van het nut en de noodzaak van enige vorm van aandeelhoudersactivisme. Zo diende het New York City Employees' Retirement System (NYCERS) in 1985 de eerste resolutie in die betrekking had op de apartheid in Zuid-Afrika. In 1993, toen de campagne eindigde, had NYCERS bijgedragen aan maar liefst 150 resoluties.

De geschiedenis van verantwoord beleggen in Nederland is verhoudingsgewijs kort. Weliswaar spraken in Nederland verontruste religieuze instellingen Shell aan op haar investeringsbeleid in Zuid-Afrika en hield de vakbeweging bij haar beleggingen rekening met sociale en ethische vraagstukken, maar veel verder strekte de belangstelling niet. Een brede beweging zoals in de Verenigde Staten in de jaren zeventig van de vorige eeuw met de oprichting van het Interfaith Center for Corporate Responsibility, was in Europa afwezig. Het ASN Aandelenfonds was in 1993 het eerste Nederlandse aandelenfonds dat particulieren in staat stelde expliciet rekening te houden met sociale, ethische en milieucriteria. In 1999 kreeg verantwoord beleggen een impuls door de nota van de CNV Vakcentrale, in 2000 gevolgd door die van de FNV, over verantwoord beleggen.

De macht van de fondsen is in de afgelopen decennia sterk toegenomen. Een treffend overzicht van de gegroeide macht van de institutionele beleggers wordt gegeven door Hawley en Williams. In

hun boek *The Rise of Fiduciary Capitalism* laten zij zien dat de Amerikaanse institutionele beleggers in 1997 maar liefst 48,7 procent van het aandelenkapitaal van de grootste 25 Amerikaanse bedrijven in eigendom hadden¹. In sommige ondernemingen beschikten de institutionele beleggers zelfs over een meerderheidsbelang. De groeiende invloed van institutionele beleggers op het (Amerikaanse) bedrijfsleven heeft de grootsten onder hen tot 'universele eigenaren' gemaakt, aldus Monks en Minow². In een uitwerking van deze oorspronkelijke gedachte, schetsen Hawley en Williams de betekenis van de 'universal owner':

"A universal owner is a large institutional investor that holds in its portfolio a broad section of the economy, holds its shares for the long term, and on the whole does not trade except to maintain its index."

Net als alle andere beleggers trachten universele beleggers in hun beleid en de uitvoering daarvan de beleggingsrisico's te minimaliseren door hun investeringen te spreiden. Dat doen ze zodanig dat hun portefeuille een redelijke afspiegeling vormt van het hele beleggingsuniversum. Met andere woorden, kenmerkend voor de 'universele belegger' is het belang dat hij heeft in de performance van de gehele economie en niet louter in die van individuele ondernemingen. Dit maakt dat de evaluatiebasis voor het beoordelen van de bedrijfsprestaties verschuift. Naast vragen over individuele bedrijfsprestaties stelt de universele belegger zich de vraag: "Wat is de bijdrage van een onderneming aan de ontwikkeling van de economie als geheel – en daarmee aan de ontwikkeling van de beleggingsportefeuille?" Het volgende voorbeeld maakt dit duidelijk.

Veel ondernemingen behalen kortetermijn voordelen door de operationele kosten – bijvoorbeeld op het terrein van milieuvervuiling, corruptie, of het betalen van (te) lage lonen – af te schuiven op anderen. In *The New Global Investors* wijst Robert Monks op de kortetermijn focus van het bedrijfsleven, die vaak ernstige gevolgen heeft voor de samenleving:

*"The short-term economic gains from some bad behavior (such as paying less than a living wage) are often higher than the cost of refraining from them. Either the odds of getting caught are low, the fine is less important than the profits from bad behavior, or a combination of the two. Therefore, to achieve profits in the short term, corporations exact a 'social price'."*³

Deze prijs is vaak te hoog, aldus Monks. De universele belegger heeft economisch belang bij het minimaliseren van maatschappelijke kosten. Per slot van rekening is, zoals Hawley en Williams het formuleren, "one firm's waste another firm's expense".

¹ Kijken we naar het belang van de Amerikaanse institutionele beleggers in de *duizend* grootste Amerikaanse ondernemingen, dan bedraagt het aandeel van de institutionele beleggers in het uitstaande aandelenkapitaal zelfs om en nabij de zestig procent (Hawley en Williams, 2000: XIV).

² Monks, A.G. en Minow, N., *Corporate Governance*, Basil Blackwell, Cambridge, MA., 1995, p.268.

³ Robert Monks, *The New Global Investors*, Capstone, Oxford, 2001, p.47.

Bijlage I.3 De prudent person-regel en verantwoord beleggingsbeleid

Prof. mr. René Maatman⁴

Hoogleraar Vermogensbeheer, Radboud Universiteit Nijmegen

1. Achtergronden

In een aflevering van het televisieprogramma 'Zembla' in maart 2007 werd pensioenfondsen onder meer verweten dat zij tekortschieten in de verantwoording van hun beleggingsbeleid. 'Zembla' stelde aan de kaak dat pensioenfondsen beleggen in fabrikanten van landmijnen en clusterbommen. Dit heeft veel commotie veroorzaakt. Enkele pensioenfondsen hebben naar aanleiding daarvan besloten hun beleggingen in een aantal wapenproducenten te liquideren. Door toedoen van 'Zembla' zijn pensioenfondsbesturen hard geconfronteerd met de vraag of een pensioenfonds mag besluiten *niet* te beleggen in bepaalde ondernemingen, sectoren van economische activiteit, regio's of beleggingsinstrumenten. Voor zover een pensioenfonds die ruimte heeft, moet hij bepalen in welke mate en op welke wijze hij van die ruimte gebruik wil maken. Deze vragen kunnen opgaan in een door het pensioenfonds te formuleren 'uitsluitingbeleid'. De koepelorganisaties⁵ van pensioenfondsen hebben het initiatief genomen om pensioenfondsen behulpzaam te zijn bij de ontwikkeling van verantwoord beleggingsbeleid. Zij hebben daartoe de zogenoemde 'Praktische commissie verantwoord beleggen' ingesteld, onder voorzitterschap van prof. dr. G.J.A. Hummels.⁶

Op verzoek van deze commissie heb ik mij gebogen over de vraag of en in hoeverre een uitsluitingbeleid in overeenstemming is met de fiduciaire verplichtingen van het pensioenfonds en het pensioenfondsbestuur. Hierna zal blijken dat die verplichtingen primair worden bepaald door de Europese Pensioenrichtlijn en de Nederlandse Pensioenwet en meer in het bijzonder door de daarin opgenomen 'prudent person-regel'. De betekenis daarvan zal hierna worden uiteengezet. De fiduciaire verplichtingen worden tevens beïnvloed door het internationaal recht.

De conclusie zal zijn dat een pensioenfonds binnen het geldende juridisch kader behoort te handelen in het beste financiële belang van de begunstigen. Van het pensioenfonds wordt gevraagd aannemelijk te kunnen maken dat het gevoerde vermogensbeheer (waaronder begrepen het beheer van zeggenschapsrechten) bijdraagt aan die doelstelling.

2. Pensioenrichtlijn en Pensioenwet

Artikel 135 Pensioenwet bepaalt dat pensioenfondsen een beleggingsbeleid dienen te voeren dat in overeenstemming is met de prudent person-regel.⁷ De prudent person-regel als maatstaf voor zorgvuldig beheer van pensioenvermogen is in de plaats gekomen van de voorheen geldende eis dat een pensioenfonds 'solide' dient te beleggen.⁸ De Nederlandse wetgever gaat ervan uit dat de betekenis van de prudent person-regel niet wezenlijk verschilt van de 'soliditeitseis'.⁹

De prudent person-regel is ontleend aan de Pensioenrichtlijn.¹⁰ Aangezien het Europese recht voorrang heeft op het nationale recht, dient de prudent person-regel in het Nederlandse recht te worden toegepast in overeenstemming met de bedoeling van de Europese wetgever. Als de Nederlandse wetgever, toezichthouder of rechter daarvan afwijkt, kan in hoogste instantie het oordeel van het Europese Hof in Luxemburg worden ingeroepen.¹¹ Vandaar dat de Pensioenrichtlijn de belangrijkste bron is om de betekenis van de prudent person-regel te achterhalen.

Op verscheidene plaatsen in de Pensioenrichtlijn komt tot uitdrukking dat het pensioenvermogen een *doelvermogen* is; het is bestemd ter financiering van een levenslang pensioen.¹² De door

⁴ Dit advies wordt gepubliceerd in TvOB (Tijdschrift voor Ondernemingsbestuur), 2007-6.

⁵ Vereniging van Bedrijfstakpensioenfondsen (VB), de Stichting voor Ondernemingspensioenfondsen (Opf) en de Unie van Beroepspensioenfondsen (UvB).

⁶ Professor of Ethics, Organisations and Society, European Centre for Corporate Engagement (ECCE), Universiteit Maastricht (UM).

⁷ Artikel 135 Pw lid 1.

⁸ Artikel 9b lid 1 Pensioen- en spaarfondsenwet (oud).

⁹ Zie Maatman diss. 2004, par. 7.5 voor de onderbouwing daarvan.

¹⁰ Richtlijn nr. 2003/41/EG van het Europese Parlement en de Raad betreffende de werkzaamheden van en het toezicht op instellingen voor bedrijfspensioenvoorziening van 3 juni 2003 (PbEG L235).

¹¹ Kortmann (2005) p. 125-129.

¹² Pre-ambule, punt (13).

pensioenfondsen aangehouden activa mogen “in de regel niet voor andere doeleinden worden gebruikt dan ter verstrekking van pensioenuitkeringen.”¹³

De Pensioenrichtlijn bepaalt dat lidstaten de pensioenfondsen moeten verplichten: “een beleggingsbeleid te voeren dat in overeenstemming is met de prudent person-regel en met name met de volgende voorschriften: (...)”

In de daarop volgende bepalingen wordt de betekenis van de prudent person-regel ingekleurd. Allereerst wordt het loyaliteitsbeginsel (de “solely in the interest rule”) verwoord. Die regel houdt in dat de activa moeten worden belegd in het belang van de deelnemers en de pensioengerechtigden (de ‘begunstigden’).¹⁴ Als het pensioenfonds daarbij wordt geconfronteerd met tegenstrijdige belangen, dienen de belangen van de begunstigden te prevaleren. Vervolgens komt in de Pensioenrichtlijn de ‘totale portefeuille toets’ tot uitdrukking; de activa worden op zodanige wijze belegd dat de veiligheid, de kwaliteit, de liquiditeit en het rendement van de portefeuille *als geheel* worden gewaarborgd. Hieruit volgt dat het risico/rendementsprofiel van een individuele belegging in beginsel niet relevant is; het gaat om de impact daarvan op portefeuilleniveau.

De Pensioenrichtlijn onderstreept het belang van diversificatie: “een bovenmatige afhankelijkheid van (of vertrouwen in) bepaalde activa, of een bepaalde emittent of groep van ondernemingen en risicoaccumulatie in de portefeuille *als geheel* [wordt] vermeden.”¹⁵

In de Pensioenrichtlijn staat het principe van beleggingsvrijheid voorop; pensioenfondsen mogen beleggen in alle markten, beleggingscategorieën (‘asset classes’) en beleggingsinstrumenten. Met die beleggingsvrijheid zullen pensioenfondsen deskundig en verantwoord moeten omgaan. Daartoe bevat de Pensioenrichtlijn enkele voorschriften die moeten waarborgen dat het pensioenfonds een duidelijke doelstelling heeft, beschikt over deskundige leiding en transparant is in zijn beleggingsbeleid en de uitvoering daarvan.¹⁶ Vandaar ook dat het pensioenfonds een ‘Verklaring inzake de beleggingsbeginselen’ dient op te stellen, een openbaar stuk waarin wordt uitgelegd *wat* het pensioenfonds doet en *waarom*. Dit sluit aan bij de gedachte dat de prudent person-regel eisen stelt aan de kwaliteit van de ‘governance’ van een pensioenfonds.

Hoewel beleggingsvrijheid voorop staat, opent de Pensioenrichtlijn niettemin de mogelijkheid dat lidstaten de pensioenfondsen onderwerpen aan bepaalde beleggingsrestricties, “mits deze vanuit prudentieel oogpunt gerechtvaardigd zijn” en bezien vanuit het balanstotaal van het pensioenfonds.¹⁷ Deze aan de lidstaten verleende bevoegdheid mag er echter niet toe leiden dat individuele ‘beleggingsbesluiten’ worden onderworpen aan voorafgaande goedkeuring *van* of systematische kennisgeving *aan* een toezichthouder. Lidstaten mogen pensioenfondsen evenmin verbieden te beleggen in ‘risicokapitaalmarkten’.¹⁸

Samengevat kunnen we zeggen dat de prudent person-regel rust op de volgende pijlers:

- deskundig vermogensbeheer;
- de activa worden belegd in het belang van de begunstigden;
- de activa worden zodanig belegd dat de veiligheid, de kwaliteit, de liquiditeit en het rendement van de portefeuille als geheel wordt gewaarborgd; dit betekent dat het risico- en rendementsprofiel van de totale portefeuille steeds afgestemd moet zijn op de verplichtingenstructuur van het fonds, en dat de beleggingen voldoende moeten zijn gespreid (diversificatie).

¹³ Pre-ambule, punt (31).

¹⁴ De wetgeving rond vermogensbeheer is doordrenkt van het loyaliteitsbeginsel. Ook voor collectief en individueel vermogensbeheer dat plaatsvindt onder regime van de Wet op het financieel toezicht (“Wft”) geldt dat belangenverstrengeling moet worden tegengegaan en het belang van de cliënt dien te prevaleren, zie bijv. hoofdstuk 4.2 van de Wft.

¹⁵ Curs. van mij, RHM.

¹⁶ Vgl. de artikelen 7, 9 en 12 Pensioenrichtlijn.

¹⁷ Althans, zo versta ik de eis dat deze voorschriften “het geheel van door deze instellingen uitgevoerde pensioenregelingen weerspiegelen”, vgl. artikel 18 lid 5 van de Pensioenrichtlijn.

¹⁸ Vgl. artikel 18 lid 4 en 5 Pensioenrichtlijn. ‘Risicokapitaalmarkten’ werd in een eerdere versie van de Richtlijn (2001/C 96 E/06) gedefinieerd als “markten die een onderneming in haar eerste groeistadium van kapitaal voorzien”. In de definitieve Pensioenrichtlijn is een omschrijving van dit begrip achterwege gelaten. Mijn indruk is dat elke niet gereguleerde onderhandse markt als ‘risicokapitaalmarkt’ wordt beschouwd, vgl. punt (33) van de pre-ambule.

In de Pensioenwet is direct in aansluiting op de prudent person-regel het loyaliteitsbeginsel opgenomen: “de waarden worden belegd in het belang van aanspraak- en pensioengerechtigden”. Daarna volgt de regel dat een pensioenfonds niet meer dan 5% van zijn activa mag beleggen in de bijdragende onderneming (de ‘sponsor’). Als die onderneming tot een concern behoort, mag het pensioenfonds maximaal 10% beleggen in dat concern.

Vervolgens bepaalt de Pensioenwet dat bij of krachtens algemene maatregel van bestuur “ter waarborging van het prudente beleggingsbeleid” nadere regels worden gesteld. Die mogen uiteraard geen afbreuk doen aan de prudent person regel, de loyaliteitsregel en de beperkingen die gelden voor beleggingen in de bijdragende onderneming. De desbetreffende nadere regels zijn opgenomen in het Besluit financieel toetsingskader pensioenfondsen (‘Besluit FTK’).¹⁹

Die regels komen deels overeen met de nadere voorschriften in de Pensioenrichtlijn omtrent de prudent person-regel.²⁰ Het Besluit FTK laat de vrijheid van pensioenfondsen om te beleggen in markten, asset classes en beleggingsinstrumenten zoveel mogelijk intact.²¹ Beleggingsrestricties die eventueel uit het Besluit FTK voortvloeien, zijn prudentieel van karakter; zij houden verband met de balansverhoudingen van het pensioenfonds en de door de wetgever en de toezichthouder geformuleerde solvabiliteitseisen. DNB beoordeelt het risicoprofiel van de activa (beleggingen) van het pensioenfonds. Afhankelijk van het type asset gelden bepaalde risicowegingsfactoren. Die kunnen ertoe leiden dat een pensioenfonds bij een lage dekkingsgraad wordt gedwongen zich terug te trekken uit bepaalde beleggingscategorieën. De Pensioenrichtlijn geeft zélf de grondslag voor een dergelijke toezichtmaatregel door op diverse plaatsen te bepalen dat uitzonderingen op de beleggingsvrijheid mogelijk zijn indien deze vanuit *prudentieel* oogpunt (dat wil zeggen: met het oog op de solvabiliteit) worden gerechtvaardigd.²²

3. Pension fund governance

Ook in de *Principes voor goed pensioenfondsbestuur* zoals die zijn opgesteld door de Stichting van de arbeid (‘STAR’) wordt het loyaliteitsbeginsel onderstreept.²³ Volgens principe A5 dient het pensioenfondsbestuur ervoor te zorgen dat het pensioenfonds *uitsluitend* handelt ten behoeve van alle belanghebbenden van het pensioenfonds. Het bestuur dient hun belangen op een zorgvuldige en evenwichtige wijze tegen elkaar af te wegen en dient zijn afweging inzichtelijk te maken (A5). De STAR verstaat onder ‘belanghebbenden’ de deelnemers, de gewezen deelnemers, de pensioengerechtigden en *de financieel betrokken werkgever(s)*.²⁴

De hier geformuleerde regel heeft een wijdere betekenis dan de prudent person regel. Zij heeft niet alleen betrekking op het beleggingsbeleid maar op *elke* belangenafweging die het pensioenfonds moet maken. Om die reden lijkt het mij gerechtvaardigd dat de STAR de financieel betrokken werkgevers(s) tot de belanghebbenden rekent. Dit neemt niet weg dat in het *beleggingsbeleid* (en de uitvoering daarvan) de belangen van de deelnemers en de pensioengerechtigden zwaarder moeten wegen dan het belang van de financieel betrokken werkgever(s), *indien* deze belangen conflicteren.²⁵

¹⁹ Besluit van 18 december 2006, houdende regels met betrekking tot het financiële toetsingskader op grond van de Pensioenwet en de Wet verplichte beroepspensioenregeling (Besluit financieel toetsingskader pensioenfondsen), Stb. 710.

²⁰ Richtlijn 2003/41 EG betreffende de werkzaamheden van en het toezicht op instellingen voor bedrijfspensioenvoorziening, aanvaard op 3 juni 2003.

²¹ Vgl. de toelichting bij het Besluit FTK, Stb. 2006, 710, p. 16.

²² Zie bijv. de artikelen 17 lid 3, 18 lid 5, 18 lid 5 onder a. en 18 lid 6 Pensioenrichtlijn alsook de punt (18), (20), (32), (33) en (36) van de Pre-ambule.

²³ Kamerstukken II 2005/06, 30 413, nr. 14. De Principes kunnen worden gedownload via www.stvda.nl. Zie ook Maatman, “Pension fund governance 2007”, in: *Ondernemingsrecht 2007-12*.

²⁴ Cursivering van mij, RHM. Daarmee zijn waarschijnlijk die werkgevers bedoeld die langdurig verplichtingen hebben aanvaard tot financiering van een zogeheten defined benefit (‘db’) pensioenregeling. Bij db-regeling wordt aan de werknemer een *pensioen* toegezegd dat gerelateerd is aan zijn salaris en diensttijd. Defined benefit kan verder worden onderscheiden in middelloonregeling en eindloonregeling. In een ‘defined contribution (‘dc’)’-regeling’ zegt de werkgever een pensioen*premie* toe waarmee een pensioen kan worden verkregen. Een db-regeling leidt tot potentieel voortdurende financieringsverplichtingen van de werkgever. Bij een dc-regeling worden de verplichtingen jaarlijks ‘afgefinancierd’.

²⁵ Ten overvloede merk ik op dat de verplichtingen van de bijdragende werkgever worden bepaald door het pensioencontract; hij kan niet worden verplicht tot méér dan waartoe hij wettelijk of contractueel gehouden is.

4. Prudent person-regel: open norm

De prudent person-regel is ontleend aan het Anglo-amerikaanse trustrecht. Zij is een open norm die van toepassing is bij het beheer van een trust (een afgescheiden vermogen) dat door de trustee beheerd wordt in het belang van de begunstigden. Zij kan worden toegepast in fiduciaire verhoudingen, waarbij juridische eigendom wordt gescheiden van economisch belang. Bij een pensioenfonds komt dat treffend tot uitdrukking: het pensioenfonds is juridisch eigenaar van het pensioenvermogen, maar het financieel belang berust bij de begunstigden.²⁶

Eisen ten aanzien van zorgvuldigheid en loyaliteit zijn leidend in het trustrecht (en de prudent person-regel). In Amerika zijn deze eisen geconcretiseerd in de zogeheten 'prudent investor rule' die opgenomen is in de Uniform Prudent Investor Act.²⁷ Daarin wordt het belang van diversificatie benadrukt. De 'prudent investor' die gebruik maakt van de mogelijkheden tot spreiding kan maximaal profiteren van kostenloze risicoreductie.²⁸ Langbein leidt hieruit af dat *elke* beperking van het beleggingsuniversum ten koste gaat van de diversificatiemogelijkheden en daarom strijdig is met de belangen van de begunstigden.²⁹ Hij acht die in strijd met het loyaliteitsbeginsel dat zegt dat de belangen van de begunstigden onder alle omstandigheden moeten prevaleren; de loyaliteitsregel is een absolute norm. De trustee die dit principe geweld aandoet, begeeft zich bovendien in belangenconflicten: het belang van de begunstigde dreigt te worden achtergesteld bij het belang van politici, actiegroepen of personen of instellingen bij wie de trustee in de gunst wil komen.³⁰

Het Department of Labor (DOL) - de toezichthouder onder de Amerikaanse pensioenwetgeving ERISA - biedt iets meer ruimte dan Langbein. Het DOL geeft aan dat een trustee in zijn beleggingsbeslissingen rekening mag houden met niet-financiële omstandigheden en neven doelstellingen (zogenoemde 'collateral benefits'), mits een beleggingsportefeuille tot stand komt die qua risico/rendementsprofiel gelijkwaardig is aan een 'conventionele' portefeuille; daaronder versta ik een portefeuille die is samengesteld op basis van een *onbegrensd* beleggingsuniversum.

"(...) However, the existence of such collateral benefits may be decisive only if the fiduciary determines that the investment offering the collateral benefits is expected to provide an investment return commensurate to alternative investments having similar risks (...) A decision to make an investment, or to designate an investment alternative, may not be influenced by non-economic factors unless the investment ultimately chosen for the plan, when judged solely on the basis of its economic value, would be equal to or superior to alternative available investments."³¹

²⁶ Nader over de *fiducia cum amico* en het pensioenfonds, Maatman diss. 2004, hoofdstuk 3.

²⁷ De betekenis van de prudent investor rule wordt uiteengezet in paragraaf 7.8 van mijn dissertatie. Zie ook mijn 'Beleggen volgens de 'prudent person'-regel', in: Ondernemingsrecht 2003-17.

²⁸ J.H. Langbein, 'The Uniform Prudent Investor Act and the future of trust investing', *Modern International Developments in Trust Law*, (ed. Hayton), Kluwer Law International 1999. Langbein geniet internationaal het meeste aanzien op dit onderdeel van het trustrecht.

²⁹ J.H. Langbein & R.A. Posner, "Social Investing and the law of trusts", in: *Michigan Law Review* 72 (1980). Zie ook J.H. Langbein & B.A. Wolk, *Pension and employee benefit law*, New York 2000.

³⁰ Langbein boog zich voor het eerst over deze vraag naar aanleiding van de druk op pensioenfondsen om Zuid Afrika - in verband met het apartheidsregime - uit te sluiten in beleggingsportefeuilles. In 2007 is dit onderwerp in Amerika opnieuw actueel aangezien in verscheidene staten, o.m. door wetgeving, wordt aangedrongen op uitsluiting en desinvesteringen in Sudan. Dergelijke wetgeving is mogelijk in strijd met de fiduciaire verantwoordelijkheid van pensioenfondsen volgens Amerikaanse federale pensioenwetgeving ('ERISA'), vgl. het advies I.D. Lanoff & E.M. Goodwin, *Divestment of plan assets based on non-economic factors*, Council of Institutional Investors, 21 maart 2006. Uitsluiting wordt eveneens afgewezen op beleidsmatige gronden, vgl. A.H. Munnell, *Should public plans engage in social investing?*, in: Center for Retirement Research, August 2007. Munnell ziet een belangenconflict tussen 'decision-makers' en begunstigden, zij vreest onzorgvuldige besluitvorming in vooral kleine pensioenfondsen en denkt dat Sudan het begin kan zijn van een hellend vlak; na Sudan volgen mogelijk Iran en Saudi Arabië. Buitenlandse politiek is het domein van de regering, niet van pensioenfondsen, aldus Munnell.

³¹ Advisory Opinion 98-04A (May 28, 1998) (Calvert Letter). Uit een legal opinion van I.D. Lanoff d.d. 14 september 2007 (in mijn bezit) blijkt dat dit nog steeds de geldende DOL-interpretatie is. Zie over dit onderwerp eveneens Langbein & Wolk (2000), p. 841-852 en daar aangehaalde literatuur. Zie ook B.J. Richardson, *Do the Fiduciary Duties of Pension Funds Hinder Socially Responsible Investment?*, (working paper 2007), p. 160-161.

Voorts stelt het DOL bij herhaling dat het aan trustees *niet* is toegestaan de belangen van de begunstigen 'in their retirement income' achter te stellen in verband met 'unrelated objectives'.³² Doorslaggevend is of de selectie van het beleggingsuniversum en de individuele beleggingen een beleggingsportefeuille tot resultaat heeft die de belangen van de begunstigen optimaal dient. Naar Amerikaans recht gaat het hierbij uitdrukkelijk om een afweging van uitsluitend financieel-economische belangen.³³ Nevendoelstellingen zoals de beïnvloeding van het sociaal- of milieubeleid van een onderneming mogen slechts een rol spelen als dit niet ten koste gaat van het risico-rendementsprofiel. Men zegt in dit verband wel dat sociale- of ethische overwegingen mogen fungeren als een 'tie-breaker'; factoren die bij een beleggingsbeslissing de doorslag mogen geven als gekozen moet worden tussen gelijkwaardige alternatieven. Dat een dergelijke keuze mogelijk leidt tot (on)genoegen bij bepaalde belangengroeperingen, weegt voor het DOL iets minder zwaar dan voor Langbein, zo lijkt het.

In de meeste EU-lidstaten is het trustrecht niet van toepassing. EU-lidstaten kennen echter wel fiduciaire verhoudingen (scheiding tussen juridische en economische eigendom) die lijken op de trust. Veelal roepen die vergelijkbare fiduciaire verplichtingen in het leven.³⁴ Niettemin geldt dat we de interpretatie van de Amerikaanse prudent investor rule niet 'zomaar' kunnen transponeren naar de EU-lidstaten. In de Pensioenrichtlijn wordt erkend dat de prudent person-regel in de EU tot verdere ontwikkeling moet komen. Die ontwikkeling zal in 2008 door de Europese Commissie worden geëvalueerd.³⁵

De prudent person-regel heeft derhalve een ontwikkelingsachterstand in vergelijking tot de prudent investor rule. De Pensioenrichtlijn volstaat met een invulling op hoofdlijnen: het eerdergenoemde loyaliteitsbeginsel, regels ten aanzien van diversificatie, deskundigheid en verantwoording. Om die reden (en vooral nog bij gebreke aan verdere 'guidance' van de Europese wetgever of het Europese Hof) bestaat er – in beperkte mate - vrijheid voor Nederlandse pensioenfondsen om de prudent person regel op eigen wijze in te vullen, eventueel ook in afwijking van de US prudent investor rule. Het verdient echter de voorkeur om bij het benutten daarvan terughoudendheid en behoedzaamheid te benutten.

Allereerst omdat de beginselen van zorgvuldigheid en loyaliteit zoals die blijken uit de prudent investor rule goed aansluiten bij het Nederlandse recht inzake zorgvuldig vermogensbeheer en goed opdrachtnemerschap. Tevens zou het onwenselijk zijn als de Europese prudent person regel zich gaat ontwikkelen in een richting die sterk afwijkt van het - in dit opzicht - verder ontwikkelde Amerikaanse recht.³⁶ Financiële dienstverlening in het algemeen en vermogensbeheer in het bijzonder zijn immers bij uitstek activiteiten die op wereldschaal plaatsvinden. Zij zijn ook sterk Angelsaksisch georiënteerd, gegeven de vooraanstaande positie van Londen en New York als financiële centra. Het is van belang dat financiële dienstverleners erop mogen vertrouwen dat de prudent person-regel in Europa ten minste op hoofdlijnen dezelfde betekenis heeft als de prudent investor-rule naar Amerikaans recht. De OECD stelt zich dan ook op het standpunt dat een uiteenlopende interpretatie van de 'prudent person-principles' kan resulteren in 'imprudent attitudes', en dat het daarom wenselijk is "to define a common but flexible framework for such

³² Langbein & Wolk (2000), p. 845. In meer algemene zin J.H. Langbein, *Questioning the trust law duty of loyalty: sole interest or best interest?*, in *The Yale Law Journal*, 114: 929 (2005). Zie ook het UNEP rapport *A legal framework for the integration of environmental, social and governance issues into institutional investment* (2005), p. 110-115.

³³ I.D. Lanoff & E.M. Goodwin, *Divestment of plan assets based on non-economic factors*, Council of Institutional Investors, 21 maart 2006.

³⁴ S.C.J.J. Kortmann en H.L.E. Verhagen, National Report for the Netherlands, in: *Principles of European Trust Law, serie Law of Business and Finance* deel 1, Kluwer Law International 1999 en Maatman (2004), in het bijzonder hoofdstuk 3. Zie ook het UNEP rapport (2005) waarin een overzicht is opgenomen van de verplichtingen – in globale zin - zoals die gelden voor vermogensbeheerders in Frankrijk, Duitsland, Italië, Japan, Spanje, de VS, Australië en het VK.

³⁵ Artikel 21 lid 4 onder a) Pensioenrichtlijn.

³⁶ Vgl. mijn diss. alsook L.Timmerman, *De nieuwe algemene bepalingen van Boek 2 BW*, Preadvis van de Vereeniging 'Handelsrecht' (1991), p. 33-34: 'Het leggen van het accent op het zorgvuldigheids- en het loyaliteitsbeginsel is aantrekkelijk, omdat dan een zekere aansluiting wordt verkregen bij het Anglo-Amerikaanse recht. In het bijzonder in het Amerikaanse rechtstelsel spelen juist deze beginselen een belangrijke rol bij de rechterlijke toetsing van het bestuursbeleid van vennootschappen. Zij kunnen op een zinnige manier in allerlei meer specifieke normen worden uitgewerkt.'

rules".³⁷ Dit belang speelt temeer daar Europese pensioenfondsen op grote schaal diensten uitbesteden aan Britse en Amerikaanse vermogensbeheerders en de Pensioenrichtlijn aan lidstaten de opdracht geeft onderzoek te doen naar uitbestede activiteiten "om na te gaan of deze overeenkomstig de toezichtregels worden verricht".³⁸ Een interpretatie van de Europese prudent person-regel naar Anglo-amerikaans voorbeeld kan veel begripsverwarring en geschillen voorkomen.

5. Prudent person-regel; interpretatie naar Nederlands recht

Een pensioenfonds kan er voor kiezen om – in navolging van Langbein - te stellen dat elke beperking van zijn beleggingsuniversum ten koste gaat van de diversificatiemogelijkheden, derhalve niet in het belang is van de begunstigden en dus in strijd met zijn fiduciaire verantwoordelijkheid. Met die opstelling loopt het pensioenfonds en zijn bestuurders bovendien het minste risico te belanden in belangenconflicten en te worden geconfronteerd met het verwijt dat de 'verkeerde' belangen worden gediend - ten koste van de begunstigden. Deze benadering is mijns inziens heel goed verdedigbaar en lijkt op het eerste gezicht de makkelijkste weg, hoewel het in de praktijk verdraaid moeilijk kan blijken om daarbij 'een rechte rug te houden'.

Ik kan me echter voorstellen dat Nederlandse (of Europese) pensioenfondsen tot de conclusie komen dat met dit standpunt hun 'license to operate' ter discussie komt te staan. Daaronder versta ik dat het bestaan van een pensioenfonds in zijn huidige vorm of functioneren niet langer getolereerd wordt omdat hij zich onttrekt aan een bepaald maatschappelijk debat dan wel de gevolgen daarvan. In dat geval biedt de Europese prudent person-regel mogelijkheden om een standpunt in te nemen waarbij een zwaarder gewicht wordt toegekend aan het realiseren van bepaalde nevendoelestellingen (de 'collateral benefits') dan in de VS het geval is. Niettemin is ook hier terughoudendheid op zijn plaats. Het pensioenfonds moet zijn beleggingsbeslissingen achteraf kunnen verantwoorden en aannemelijk kunnen maken dat hij daarbij voorrang heeft gegeven aan de belangen van de begunstigden. Die verantwoording moet worden geplaatst in het licht van de overheersende *financiële* doelstelling van een pensioenfonds, "which is to serve as a secure source of retirement income".³⁹ Daarbij zal uiteraard rekening moeten worden gehouden met de geldende relevante beleggingstheoretische inzichten. Zo is de uitsluiting van een assetcategorie of een gehele sector van ondernemingsactiviteit binnen die categorie een veel 'gewichtiger' uitsluiting dan de eliminatie van één enkele onderneming. Op individueel ondernemingsniveau zijn in de regel voldoende alternatieve beleggingsmogelijkheden voorhanden om te kunnen verdedigen dat de uitsluiting van één, geen negatieve invloed heeft op het risico- en rendementsprofiel van de beleggingsportefeuille als geheel. Hoe groter de beperking van het beleggingsuniversum, des te moeilijker is het te verdedigen dat daarmee het belang van de begunstigden wordt gediend.⁴⁰ Vanwege het behoud aan diversificatiemogelijkheden lijkt mij 'positive screening' (de voorkeur geven aan een bepaalde belegging met het oog op bepaalde nevendoelestellingen) overigens beter verdedigbaar dan 'negative screening'.⁴¹

Het pensioenfonds dat zich begeeft in die afweging zal echter rekening moeten houden met een zeker 'watervalrisico'; de kans dat hij te maken krijgt met tal van belangengroeperingen die graag zien dat het pensioenfonds zijn vermogen inzet om hun wensen kracht bij te zetten. Het zal van een pensioenfonds veel managementaandacht vergen om consistent te reageren op dergelijke verzoeken. Zo zijn er initiatieven van buitenlandse werknemersorganisaties die zich hebben gewend tot hun zusterorganisaties in Nederland om invloed uit te oefenen in het bestuur van

³⁷ OECD, *Selected Principles for the Regulation of Investments by Insurance Companies and Pension Funds*, p. 121.

³⁸ Artikel 13 onder d) Pensioenrichtlijn.

³⁹ OECD Guidelines for Pension Fund Governance. Zie ook de definitie van een 'instelling voor bedrijfspensioenvoorziening' in artikel 6 onder a. van de Pensioenrichtlijn en de doelstelling van de Pensioenrichtlijn zoals geformuleerd in de pre-ambule onder (5), (6), (13), (20), (24) en (31).

⁴⁰ Het is derhalve verdedigbaar om met een beroep op de prudent person-regel te weigeren om ondernemingen, sectoren of assets uit te sluiten. Terzijde merk ik op dat die regel ook kan worden omgedraaid. Het kan in strijd zijn met de prudent person-regel om bepaalde diversificatiemogelijkheden onbenut te laten. Als bijv. wordt aangetoond dat beleggen in commodities (bulkgoederen) het risico-rendementprofiel van een pensioenvermogen aanmerkelijk verbetert, dan mag van de beheerder van dat pensioenvermogen worden gevraagd dat hij die mogelijkheid benut. Anders gezegd: de vermogensbeheerder die door zijn nalaten 'opportunity losses' veroorzaakt, treft mogelijk een verwijt. Dit verwijt kan niet zonder meer worden weerlegd met een beroep op het ontbreken van deskundigheid. De prudent person-regel eist immers een bepaald deskundigheidsniveau – en dat niveau is niet statisch.

⁴¹ Nader over 'passive screening', 'positive screening' en 'negative screening', het UNEP rapport (2005), p. 25.

pensioenfondsen. Milieu-organisaties en mensenrechten-bewegingen doen hetzelfde. Telkens zal het pensioenfonds een reactie vooraf moeten laten gaan door een analyse van de financieel-economische merites, teneinde vast te stellen of de inwilliging van het verzoek van materiële betekenis zal zijn voor de financiële belangen van de begunstigten. Willekeur ligt op de loer en dat is een belangrijk element van bestuurlijk wanbeleid. Wat het pensioenfonds aan de één geeft, kan hij aan een ander moeilijk onthouden. Een goede verantwoording ('disclosure') kan dit risico overigens wel mitigeren.

6. Internationaal recht

Het pensioenfonds dat maximale beleggingsvrijheid wenst te behouden (en derhalve geen enkele beperking wil toestaan op zijn beleggingsuniversum) zal desondanks worden geconfronteerd met bepaalde grenzen. Wet- en regelgeving (waaronder ook internationale verdragen) kunnen de beleggingsvrijheid op onderdelen aan banden leggen. Indien het op grond van internationale verdragen of VN-resoluties verboden is om transacties aan te gaan met landen, ondernemingen of individuen, dan zal een pensioenfonds zich daaraan uiteraard hebben te houden. De in Nederland voor pensioenfondsen geldende sanctieregelgeving heeft dezelfde impact.⁴² Op grond daarvan mogen geen financiële middelen, al dan niet direct, ter beschikking zijn of worden gesteld aan de (rechts)personen en entiteiten die vermeld staan op de Europese 'freeze list' die op de website van de Europese Commissie wordt gepubliceerd. Het is betrekkelijk eenvoudig voor een pensioenfonds om dit te kunnen vaststellen. Hierbij is geen sprake van beoordelingsvrijheid maar van een 'binaire' benadering: het mag, of het mag niet.

Veel lastiger wordt de afweging indien een verband kan worden gelegd tussen het beleggingsbeleid van een pensioenfonds en de schending van fundamentele rechten en vrijheden (grondrechten). Deze grondrechten zijn vastgelegd in het Nederlandse recht en internationale verdragen.⁴³

Pensioenfondsen zijn in het verleden in verband met de mensenrechtensituatie in bijv. Zuid Afrika, Birma, China en Sudan geconfronteerd met de vraag of het beleggen in die landen aanvaardbaar is. Daarbij wordt vaak een beroep gedaan op bepaalde verdragen. De vraag of pensioenfondsen behoren te beleggen in de wapenindustrie (meer in het bijzonder in clusterbommen en anti-persoonsmijnen) ligt in het verlengde daarvan, aangezien de tegenstanders van dergelijke beleggingen zich eveneens beroepen op internationale afspraken.

Juridisch snijdt een dergelijk pleidooi in de regel geen hout. Grondrechten bieden bescherming in de relatie tussen de overheid en individuele personen (waaronder – afhankelijk van het desbetreffende grondrecht - mogelijk ook rechtspersonen). Grondrechten kunnen verder worden onderscheiden in *klassieke* grondrechten die de overheid verplichten tot onthouding (de 'vrijheidsrechten' zoals vrijheid van meningsuiting, van vereniging, van vergadering en betoging, eerbiediging persoonlijke levenssfeer en onaantastbaarheid menselijk lichaam, woning en briefgeheim) en de *sociale* grondrechten die de overheid instrueren om bijv. het economisch, sociaal en cultureel welzijn van haar onderdanen te bevorderen (voldoende werkgelegenheid, recht op sociale zekerheid, bevorderen volksgezondheid e.d.).⁴⁴ Grondrechten hebben verticale werking: de onderdanen kunnen ze invoeren ten opzichte van de staat. Van klassieke grondrechten wordt wel verdedigd dat ze ook horizontale werking kunnen hebben, in de relatie tussen burgers. Volgens de heersende leer zijn ze daarvoor echter niet bedoeld. In de onderliggende verhouding kunnen klassieke grondrechten echter wél opgaan in andere juridische normen zoals goede trouw en maatschappelijke zorgvuldigheid (onrechtmatige daad). Zo kan de aantasting door een burger van iemands persoonlijke levenssfeer onzorgvuldig (onrechtmatig) zijn en mogelijk recht geven op

⁴² Doelstellingen van de Sanctieregelgeving zijn handhaven of herstellen van de internationale vrede, veiligheid of de bevordering van de internationale rechtsorde en bestrijding van terrorisme. Zie bijv. de sanctieregeling terrorisme waarover uitgebreid informatie op de website van DNB (www.dnb.nl). Zie ook de speech van DNB-directeur Schilder op 16 juni 2005 over compliance en governance aan de hand van het thema terrorismefinanciering. Vgl. ook WPNR 2005-6633 (themanummer *Terrorisme en Privaatrecht*) waarin o.m. een bijdrage van G.T.M.J. Raaijmakers, *Bestrijding van terrorismefinanciering*.

⁴³ Aan C.A.J.M. Kortmann en P.P.T. Bovend'Eert, "Inleiding constitutioneel recht", p. 124, ontleen ik de volgende opsomming van de belangrijkste verdragen: het Verdrag inzake de bescherming van de rechten van de mens met de daarbij behorende protocollen (EVRM), het Europees sociaal handvest (ESH), het Internationaal verdrag inzake burgerrechten en politieke rechten met het daarbij behorende facultatief protocol (IVBR) en het Internationaal verdrag inzake economische, sociale en culturele rechten (IVESC).

⁴⁴ In verband met het EU-recht wordt een nader onderscheid gemaakt tussen direct werkende bepalingen (bepalingen uit het EU-recht die zonder implementatie in nationale wetgeving kunnen worden ingeroepen) en indirect werkende bepalingen welke eerst moeten worden 'vertaald' nationale wetgeving. Vgl. C.A.J.M. Kortmann, *Constitutioneel recht*, p. 125-128.

schadevergoeding. Het is derhalve niet goed voorstelbaar dat klassieke grondrechten tegen bijv. een pensioenfonds kunnen worden ingeroepen.

Ten aanzien van sociale grondrechten staat buiten kijf dat deze niet van toepassing zijn op burgers (noch op rechtspersonen) onderling. Een werknemersorganisatie of actiegroep kan tegenover een pensioenfonds dan ook geen aanspraak maken op bevordering van werkgelegenheid of het bieden van sociale zekerheid.

Naast het EG-recht en de genoemde mensenrechtenverdragen zijn er tal van andere verdragen waarbij Nederland verdragspartij is. Dergelijke verdragen kennen bevoegdheden toe aan staten of aan surpranationale organisaties of leggen verplichtingen op aan staten. Het Europees Sociaal Handvest is daarvan een voorbeeld.⁴⁵ Zulke verdragen hebben noch verticale, noch horizontale werking. Er is dan ook juridisch geen basis om pensioenfondsen op grond van die verdragen te verplichten tot een bepaald beleggingsgedrag. Het naar aanleiding van 'Zembla' veelbesproken Verdrag van Ottawa behoort eveneens tot die categorie. Onlangs heeft de Nederlandse regering in antwoord op kamervragen de status van dat verdrag helder uiteengezet:

"Het Ottawa-Verdrag verbiedt Nederland om antipersoneelsmijnen te produceren. Het verbiedt tevens een groot aantal andere handelingen met betrekking tot antipersoneelsmijnen, zoals het gebruiken, opslaan, en overdragen van deze mijnen, en het assisteren bij en het aanmoedigen van handelingen die verboden zijn onder dit Verdrag. Het Ottawa-Verdrag is een verdrag tussen Staten en richt zich niet tot individuele burgers of private instellingen. Het verplicht de verdragsstaten niet om een verbod op het investeren in landmijnen op te leggen."

Beleggingen in producenten van anti-persoonsmijnen zijn niet in strijd met het Verdrag van Ottawa, aldus de regering:

"Het Verdrag verplicht Nederland niet om investeringen in landmijnen te verbieden. Het Verdrag verbiedt de verdragsstaten inderdaad om wie dan ook te assisteren, aan te moedigen of te bewegen om zich in te laten met activiteiten die verboden zijn onder dit Verdrag. Nederland leest hierin niet de verplichting om investeringen in landmijnen te verbieden. Met Nederland hebben de meeste andere Ottawa-verdragsstaten in de ondertekening van het verdrag ook geen aanleiding gezien om investeringen in landmijnen wettelijk te verbieden."⁴⁶

Uit het bovenstaande volgt dat een belegging van een pensioenfonds slechts onder heel uitzonderlijke omstandigheden geacht kan worden in strijd te zijn met het internationale recht. Dat neemt niet weg dat een pensioenfonds onder het Nederlandse recht de vrijheid heeft (zonder daartoe rechtens verplicht te zijn) om bepaalde beleggingen te verrichten of na te laten, met het oog op de *gewenste* of juist *onaanvaardbaar* geachte gevolgen daarvan. Zo kan ik mij voorstellen dat er zozeer sprake is van een onmiddellijk verband tussen de financiering van een bepaalde activiteit en de schending van een grondrecht door toedoen van die activiteit, dat een pensioenfonds zich moreel gedwongen voelt om van die financiering af te zien. Ik kan mij zelfs voorstellen dat een pensioenfonds, het Verdrag van Ottawa in aanmerking nemend, afziet van belegging in een producent van anti-persoonsmijnen. Vanzelfsprekend is dat echter niet; het Verdrag van Ottawa bevat geen grondrechten. Bovendien wordt met een dergelijke beslissing de deur geopend naar tal van andere Verdragen waarin Nederland als verdragsluitende natie verplichtingen aanvaardt waardoor zich opnieuw het 'watervalrisico' aandient.

7. Uitoefening van zeggenschapsrechten

Het voorgaande geldt mutatis mutandis ook voor de uitoefening van zeggenschapsrechten die verbonden zijn aan de beleggingen van een pensioenfonds. In het bijzonder valt te denken aan aandeelhoudersrechten. Die rechten moeten worden uitgeoefend in overeenstemming met de doelstelling en de fiduciaire verantwoordelijkheid van het pensioenfonds. Dit betekent dat ook hierbij het belang van de begunstigden voorop moet staan, hetgeen meebrengt dat het primair gaat om verbetering van het risico- en rendementsprofiel van de pensioenfondsbalans. Het pensioenfonds is mijns inziens niet gelegitimeerd om zijn zeggenschapsrechten aan te wenden

⁴⁵C.A.J.M. Kortmann, *Constitutioneel recht*, p. 135.

⁴⁶ Tweede Kamer, 2006–2007, Antwoord op kamervraag 2117, Aanslag 4485. Zie voor de volledige tekst Bijlage 1.

teneinde een bepaalde (en mogelijk niet onomstreden) maatschappijvisie op te leggen aan een onderneming of deze na te streven.

8. Mandaat van de begunstigten

Regelmatig wordt de vraag gesteld of de fiduciaire verantwoordelijkheid van het pensioenfonds kan wijzigen op grond van een besluit van de begunstigten. De idee is dat de begunstigten aan het bestuur expliciet toestaan om een beleggingsbeleid te voeren dat ten koste gaat van bijv. de financiële belangen van de begunstigten.

Bij het antwoord op die vraag wil ik voorop stellen dat een orgaan van een rechtspersoon slechts kan besluiten over aangelegenheden die tot zijn bevoegdheid horen. Het is derhalve niet mogelijk dat een bestuur, deelnemersraad of verantwoordingsorgaan van een pensioenfonds bijv. de wettelijke doelstelling van een pensioenfonds of de toezichtrechtelijke financiële waarborgen rondom een pensioenfonds wijzigt. Dit geldt ook voor de rechtens geldende fiduciaire verantwoordelijkheid van het pensioenfonds en zijn bestuur; die ligt vast in de Pensioenrichtlijn, de Pensioenwet en in andere 'rechtsbronnen' zoals rechtspraak en literatuur.

Dit is op zichzelf reeds voldoende reden om te concluderen dat de toestemming van de begunstigten – laat staan een uitslag van een enquête o.i.d. – géén wijziging kan brengen in dwingendrechtelijke verplichtingen van het pensioenfonds en zijn bestuur.

Het ligt mogelijk anders indien het dwingend recht bijv. de bepaling zou bevatten dat de beleggingsdoelstelling van het pensioenfonds kan worden gewijzigd met toestemming van de begunstigten. Die uitzondering is echter niet geformuleerd, behoudens voor bepaalde defined contribution systemen met beleggingsvrijheid.⁴⁷ Het is ook moeilijk om een dergelijke toestemming juridisch vorm te geven. Nederlandse pensioenfondsen dragen de boodschap uit dat zij beleggen met een generatie-overstijgende doelstelling. Het pensioenfonds belegt ook ten behoeve van toekomstige generaties, nieuwe 'cohorten' van begunstigten. Wie zijn de huidige begunstigten dat zij denken te mogen beslissen over financiële offers waarvan de gevolgen door toekomstige begunstigten worden gedragen? Om die reden bevat de Amerikaanse prudent investor rule de zogenoemde 'duty of impartiality', wat vertaald zou kunnen worden als het 'onpartijdigheidsbeginsel'.⁴⁸ De verschillende cohorten van begunstigten hebben een recht op een 'voorkeurloze' - eerlijke - behandeling door de trustee. De trustee handelt onzorgvuldig indien hij – zonder rechtens relevante rechtvaardiging - de huidige populatie van begunstigten tegemoet komt ten laste van latere generaties. Bij de gangbare defined benefit-systemen kan een meerderheidsbesluit van de huidige begunstigten - waarmee zij tevens beschikken over de rechten van toekomstige begunstigten - niet dienen als een zodanige rechtvaardiging.

9. Wat kan het pensioenfonds 'daarenboven' doen?

Het voorgaande betekent dat het beleggingsgedrag en de uitoefening van zeggenschapsrechten gerelateerd zal moeten zijn aan een financiële doelstelling. In mijn dissertatie heb ik onderbouwd dat dit moet gebeuren met een hoge mate van professionele deskundigheid. Dit impliceert dat het pensioenfonds dient te beschikken over de daarvoor relevante expertise en vaardigheden. In dat licht lijkt het mij verdedigbaar of zelfs wenselijk dat het pensioenfonds op zoek gaat naar alle informatie die hem in staat stelt om als vermogensbeheerder een betere prestatie te leveren. Uiteraard zal de daarvoor te leveren inspanning in een redelijke verhouding moeten staan tot de daarmee gemoeide kosten.⁴⁹ Dit betekent dat het past binnen de prudent person-regel om als pensioenfonds onderzoek te verrichten en te stimuleren – en daarvoor kosten te maken - en de resultaten daarvan toe te passen in het beleggingsproces. Het lijkt mij volstrekt verantwoord om op zoek te gaan naar zogeheten extrafinanciële informatie waarmee beleggers beleggingsportefeuilles kunnen samenstellen die zo goed mogelijk aansluiten bij het gewenste risico- en rendementsprofiel van een pensioenfonds met lange beleggingshorizon, mits die informatie met redelijke inspanningen kan worden verkregen.⁵⁰ Het ligt niet voor de hand dat een

⁴⁷ Vgl. de artikelen 52 en 151 Pw.

⁴⁸ Vgl. *Restatement Third* (Prudent Investor Rule), p. 34-38; Langbein & Wolk (2000), p. 680 en 848.

⁴⁹ Deze proportionaliteitsvereiste is eveneens een uitvloeisel van de Anglo-Amerikaanse prudent investor rule. Van de prudent investor wordt verwacht dat hij bij het beleggen en beheren van het pensioenvermogen geen andere kosten maakt dan die welke redelijk en proportioneel zijn in relatie tot de samenstelling van het pensioenvermogen, de doelstellingen van het pensioenfonds en zijn eigen vaardigheden (Section 7 UPIA).

⁵⁰ Zie bijv. J. Derwall, N. Günster, R. Bauer and K. Koedijk (2005), *The Eco-Efficiency Premium Puzzle*, Financial Analysts Journal, 61:2, pp. 51-63; R. van Dijk en A. Wong, *Duurzaam ondernemen economisch zinvol*, in ESB

pensioenfonds het verwijt zou kunnen treffen dat hij meer kennis wil vergaren. Dat streven past bij de van hem vereiste deskundigheid en professionaliteit. We zouden kunnen spreken van een 'fiduciare verplichting tot nadenken'.⁵¹

Extrafinanciële informatie wordt in dit verband gedefinieerd als informatie over ondernemingen (of sectoren van ondernemingsactiviteit) die niet wordt uitgedrukt in financiële kengetallen, maar die wel degelijk financiële consequenties heeft voor beleggers. Het betreft veelal bedrijfsspecifieke kenmerken op het gebied van het milieubeleid (E=environmental) van de onderneming, het sociaal beleid van de onderneming in ruime zin (S=social) en de kwaliteit van het bestuur van de onderneming (G=governance en ethiek) en eventuele interactie tussen deze kenmerken. In verband met de balans van een onderneming wordt in dit verband in Engeland gesproken over de 'modern asset mix'. Daarmee wordt bedoeld op *alle* 'assets & liabilities' van een onderneming; niet alleen die activa en passiva die op de ondernemingsbalans tot uitdrukking komen, maar het gehele complex van factoren waaraan (positieve of negatieve) waarde kan worden toegekend. Denk bijvoorbeeld aan de kwaliteit van het personeel, het belang dat de onderneming toekent aan research, de relaties met leveranciers en afnemers, de waarde van het merk, de invloed van de onderneming op het milieu en sociale verhoudingen en de kwaliteit van de corporate governance.⁵²

Vanuit die gedachtegang kan volgens mij ook worden verdedigd dat een pensioenfonds financieringen verstrekt (bijv. in de vorm van private equity of venture capital) aan ondernemingen die zich ten doel stellen die informatie te verkrijgen, dan wel deze toegankelijk en toepasbaar te maken voor beleggers. Voorwaarde is m.i. dat die belegging beredeneerd wordt onderbouwd en dat deze plaatsvindt met inachtneming van de gebruikelijke checks & balances in het beleggingsproces. Anders gezegd: er dient een gerede kans te zijn dat een dergelijke financiering resulteert in een aantrekkelijk rendement. Dit impliceert - gelet op de eigenschappen van beleggingen in private equity - dat het hier niet alleen gaat om vooruitzichten op lange termijn (6-8 jaar is geen uitzondering) maar ook om een onderkend en geaccepteerd risico dat een deel van dergelijke beleggingen mislukt.

Volgens mij is eveneens goed verdedigbaar dat een pensioenfonds het belang van die extra-financiële informatie (en dus ook de gevolgen daarvan) in gesprekken met een onderneming onder de aandacht brengt. Die gesprekken kunnen een belangrijk onderdeel vormen van een engagementproces. Engagement kan worden omschreven als alle vormen van communicatie tussen een belegger en een onderneming die erop is gericht die onderneming te bewegen tot een ander beleid op het gebied van de voor die onderneming relevant geachte ESG-factoren. Die communicatie kan bijv. plaatsvinden in een algemene vergadering van aandeelhouders, in besloten bijeenkomsten ('dialogo') of door tezamen met gelijkgezinde beleggers of koepelorganisaties druk uit te oefenen op die onderneming. Ook hier geldt echter dat de legitimiteit daarvan telkens moeten worden beoordeeld in het licht van de doelstelling en de fiduciare verantwoordelijkheid van het pensioenfonds.

24 augustus 2007. Zie ook A.W. van Leeuwen en R.E.M. Rinnooy Kan, *Pensioenfondsen als belegger en aandeelhouder*, in TOP 2007-5.

⁵¹ Zie ook het UNEP rapport (2005), p. 52, 58, 74 en 13: "(...) integrating ESG considerations into an investment analysis so as to more reliably predict financial performance is clearly permissible and is arguably required in all jurisdictions." Zie ook G.T.M.J. Raaijmakers en R.H. Maatman, *Pensioenfondsen en Socially Responsible Investing*, in: *Noodzaak, plicht of wenselijkheid van Maatschappelijk Verantwoord Ondernemen*, onder red. van J.J.A. Hamers, C.A. Schwarz en B.T.M. Steins Bisschop (2005). Zie ook D. Hess, *Public Pensions and the Promise of Shareholder Activism for the Next Frontier of Corporate Governance: Sustainable Economic Development*, (working paper 2007).

⁵² Vgl. Maatman, diss. par. 6.8; H. Hummels en R. Bauer, *Van stille kracht tot stille macht*, hoofdstuk 5. Zie ook B.J. Richardson, *Do the Fiduciary Duties of Pension Funds Hinder Socially Responsible Investment?* (working paper 2007).

10. Samenvatting

De vorige paragrafen kunnen als volgt worden samengevat:

1. Elk pensioenfonds dient zijn vermogen te beheren in overeenstemming met de prudent person-regel.
2. De Pensioenrichtlijn is de belangrijkste bron om de inhoud van de prudent person-regel te bepalen.
3. De prudent person-regel rust op de volgende pijlers:
 - deskundig vermogensbeheer;
 - de activa worden belegd in het belang van de deelnemers en de pensioengerechtigden (de 'begunstigden');
 - de activa worden zodanig belegd dat de veiligheid, de kwaliteit, de liquiditeit en het rendement van de portefeuille als geheel wordt gewaarborgd; dit betekent dat het risico- en rendementsprofiel van de totale portefeuille steeds afgestemd moet zijn op de verplichtingenstructuur van het fonds, en dat de beleggingen voldoende moeten zijn gespreid (diversificatie).
4. Op grond van de prudent person-regel moet het pensioenfonds zijn activa beleggen in het belang van de begunstigden. Als het pensioenfonds daarbij wordt geconfronteerd met tegenstrijdige belangen, dienen de belangen van de begunstigden te prevaleren.
5. De betekenis van de prudent person-regel in Europa moet zich verder ontwikkelen.
6. Vanwege de verwantschap tussen de prudent person-regel en het Anglo-amerikaanse trustrecht, vormt de Amerikaanse prudent investor rule een belangrijke rechtsbron voor deze ontwikkeling.
7. Op grond van de prudent investor rule moet een pensioenfonds de financiële belangen van de begunstigden voorop stellen. Aangezien een inperking van het beleggingsuniversum ten koste gaat van diversificatiemogelijkheden van een belegger en mogelijk leidt tot belangenconflicten, acht Langbein een pensioenfondsbesluit tot inperking van dat universum in strijd met diens fiduciaire verplichtingen.
8. De Amerikaanse toezichthouder is van oordeel dat sociale- of ethische overwegingen mogen fungeren als een 'tie-breaker', factoren die bij een beleggingsbeslissing de doorslag geven als gekozen moet worden tussen *gelijkwaardige* alternatieven.
9. De Europese prudent person-regel biedt, vanwege de ontwikkelingsachterstand ten opzichte van de prudent investor rule, *iets* meer ruimte aan een pensioenfonds om het beleggingsuniversum te beperken. Het pensioenfonds dat van die ruimte gebruik maakt, blijft echter verplicht zijn beleggingsbeslissingen te verantwoorden en aannemelijk te maken dat hij in alle gevallen voorrang heeft gegeven aan de belangen van de begunstigden.
10. Voor de uitoefening van zeggenschapsrechten en 'engagement' door het pensioenfonds geldt mutatis mutandis hetzelfde: die activiteiten behoren het belang van de begunstigden te dienen.
11. Een pensioenfonds heeft onder het Nederlandse recht de vrijheid om bepaalde beleggingen te verrichten of na te laten ('screening'), mits dit niet ten koste gaat van de financiële belangen van de begunstigden. Internationale verdragen bevatten geen tot het pensioenfonds gerichte bepalingen die hen verplichten beleggingen na te laten, met uitzondering van internationale regelingen ter bestrijding van terrorismefinanciering en sanctieregelingen.
12. Begunstigden van een pensioenfonds hebben *niet* de bevoegdheid om dwingendrechtelijke fiduciaire verplichtingen van het pensioenfonds en zijn bestuur te wijzigen. Een besluit waarbij de begunstigden of een representatief orgaan het bestuur 'mandateert' om een beleggingsbeleid te voeren dat leidt tot financiële offers dan wel tot een verslechtering van het risico-rendementsprofiel van de beleggingsportefeuille, is bij de gangbare defined benefit-systemen rechtens irrelevant.
13. Het past binnen de fiduciaire verantwoordelijkheid van het pensioenfonds om research te verrichten die kan leiden tot verbetering van de kwaliteit van beleggingsbeslissingen. Dit geldt ook voor beleggingen in bijv. venture capital ter verkrijging van die research, mits die tot stand worden gebracht en worden beheerd met in achtneming van de regels van beleggingsproces. Daarbij dient het pensioenfonds uiteraard regels ten aanzien van proportionaliteit (kosten/inspanning vs. resultaat) in acht te nemen.

Bijlage I.4 Pensioenfondsen en verantwoording

Mr. ing. Klaas van den Berg⁵³
PricewaterhouseCoopers

Een belangrijke vraag in het kader van verantwoord beleggen betreft de verantwoording van pensioenfondsen over hun beleid en de uitvoering daarvan. Externe verantwoording van pensioenfondsen over de implementatie van maatschappelijke voorwaarden bij het beleggingsbeleid en de resultaten daarvan neemt een centrale plaats in het debat. Pensioenfondsen kunnen daarbij mogelijk iets leren van de lessen die het bedrijfsleven in het afgelopen decennium heeft opgedaan.

Maatschappelijke verslaggeving, de huidige praktijk

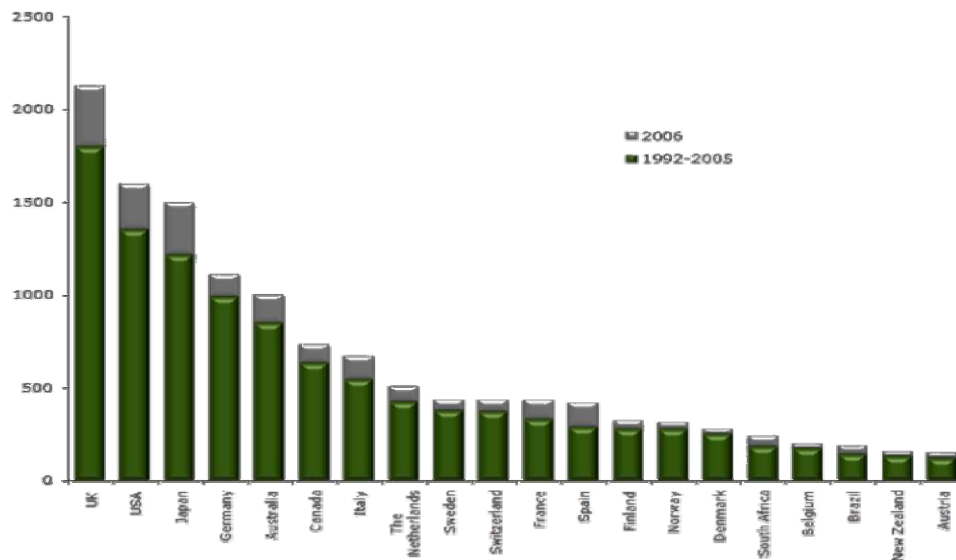
Steeds meer bedrijven onderkennen het belang van transparantie en starten met het publiceren van niet-financiële informatie in het directieverslag of in een separaat maatschappelijk jaarverslag. Het uitbrengen van een dergelijk verslag berust op vrijwilligheid. Weliswaar is aandacht voor ESG-aspecten in het jaarverslag wettelijk voorgeschreven, maar dit blijft vooralsnog beperkt tot situaties waarbij deze gegevens nodig zijn om een goede inschatting te kunnen maken van de financiële gezondheid van een onderneming. In de praktijk heeft artikel 391 van het Burgerlijk Wetboek (nog) weinig effect op de aard van de verslaggeving:

"Het jaarverslag bevat, in overeenstemming met de omvang en de complexiteit van de rechtspersoon en groepsmaatschappijen, een evenwichtige en volledige analyse van de toestand op de balansdatum, de ontwikkeling gedurende het boekjaar en de resultaten. Indien noodzakelijk voor een goed begrip van de ontwikkeling, de resultaten of de positie van de rechtspersoon en groepsmaatschappijen, omvat de analyse zowel financiële als niet-financiële prestatie-indicatoren, met inbegrip van milieu- en personeelsaangelegenheden"

De belangrijkste redenen voor ondernemingen om extern verantwoording af te leggen over het beleid en de resultaten van de onderneming op ESG-gebied zijn gelegen in het informeren van stakeholders, al dan niet onder druk van specifieke stakeholdergroepen of van gebruiken in de markt. Toonaangevende ondernemingen hebben de afgelopen jaren het voortouw genomen en inmiddels is maatschappelijke verslaggeving in Nederland breed geaccepteerd. In absolute aantallen neemt ons land zelfs een achtste plaats in wereldwijd. Relatief gezien behoort Nederland daarmee tot de koplopers in de wereld (zie eerste figuur op de volgende pagina).

Transparantie is de beste katalysator voor ondernemingen om voortgang te boeken met hun beleid en activiteiten op het gebied van duurzaamheid en maatschappelijk verantwoord ondernemen. Het stelt stakeholders in staat om de onderneming kritisch te bezien en, indien nodig, aan te spreken op haar handelen. Daarnaast wordt onderkend dat niet-financiële zaken als klimaatverandering, mensenrechten en bestuurdersbeloning een steeds grotere impact op de investeringswaarde van een onderneming krijgen. Juist pensioenfondsen met hun langetermijn investeringsperspectief worstelen met deze principes.

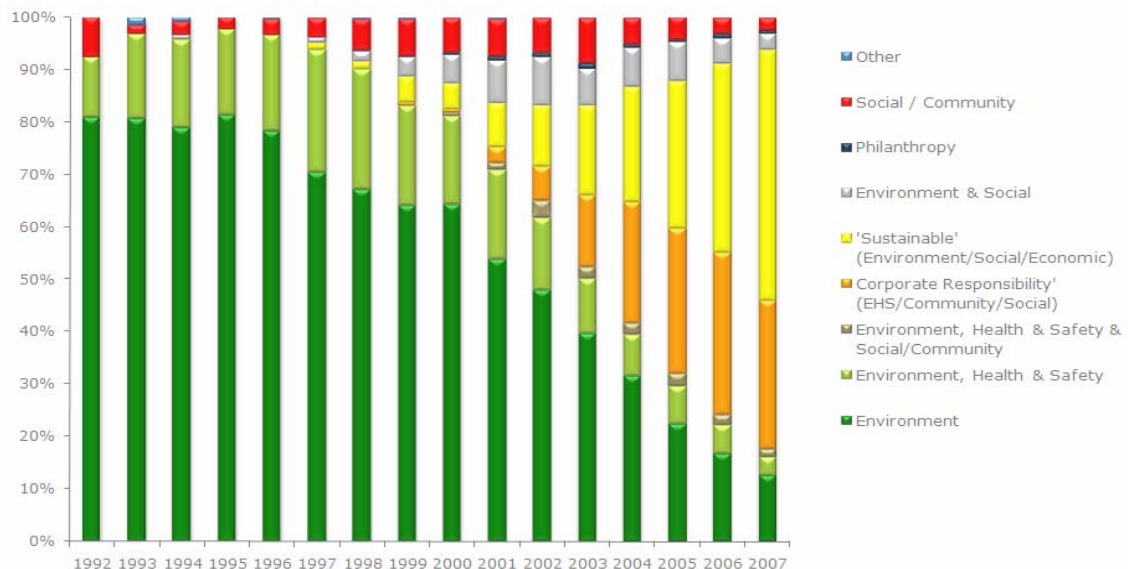
⁵³ Mr. ing. Klaas van den Berg is directeur bij PricewaterhouseCoopers en geeft leiding aan de Sustainability praktijk in Nederland.



Figuur 1 aantal bedrijven per land dat rapporteert over sociale, maatschappelijke en milieuisues

Tegelijkertijd groeit het bewustzijn bij een breed publiek. De maatschappij is gevoeliger geworden voor discussies omtrent zaken als governance, het milieu en maatschappelijke betrokkenheid. De roep om het afleggen van verantwoording wordt steeds luider.

Naast de gestage groei in het aantal maatschappelijke verslagen is er ook een duidelijke ontwikkeling waarneembaar als het gaat om de inhoud van dit soort verslagen. Verantwoord ondernemen is als management concept inmiddels stevig verankerd. Het behelst een integrale visie op de maatschappelijke impact van een onderneming, namelijk op financieel, ecologisch en sociaal gebied. Dit heeft zijn weerslag op maatschappelijke verslaggeving. In de laatste jaren is bovendien meer nadruk komen te liggen op de specifieke impact van een onderneming die voortvloeit uit de aard van de kernprocessen⁵⁴.



Figuur 2 De ontwikkeling van ESG-gerelateerde jaarverslagen 1992-2007

⁵⁴ Figuren van corporateregister.com

Richtlijnen voor maatschappelijke verslaggeving

Binnen het bedrijfsleven zijn de richtlijnen van het Global Reporting Initiative (GRI) inmiddels algemeen geaccepteerd als de wereldwijde standaard voor maatschappelijke verslaggeving. GRI streeft met zijn richtlijn naar een gelijkwaardige rapportering van economische, milieu en sociale prestaties naast de financiële resultaten. Om dit te bereiken ontwikkelt en publiceert het GRI verslaggevingsrichtlijnen met bijhorende protocollen en specifieke sectorsupplementen. De derde generatie van de GRI-richtlijnen is kortgeleden uitgegeven – G3 genaamd – waarbij de toepasbaarheid als vrijwillige standaard voor bedrijven waar ook ter wereld en in uiteenlopende sectoren verder is toegenomen. Voor de financiële sector is een sector supplement beschikbaar.

Het GRI-raamwerk wordt internationaal in toenemende mate erkend als dé wereldwijde standaard voor ESG-verslagen. Een duizendtal bedrijven in 60 verschillende landen gebruikt de GRI richtlijn als rapporteringstandaard (www.globalreporting.org). In Nederland brengt een honderdtal bedrijven een separaat maatschappelijk jaarverslag uit. In vrijwel alle gevallen worden de GRI-richtlijnen gebruikt. GRI kan voor pensioenfondsen een nuttig kader bieden voor maatschappelijke verslaggeving. De gewenste rapportage over de voortgang en implementatie van internationale verdragen, richtlijnen en initiatieven zoals Carbon Disclosure Project, de Global Compact Principles en Equator Principles kunnen op een logische wijze worden geïncorporeerd in een GRI-verslag.

Een blik over de grens

In een begin dit jaar verschenen rapport van de UNEP FI en het UKSIF⁵⁵ worden vijftien voorbeelden beschreven met betrekking tot verantwoord investeren. Opvallend is de grote variatie aan benaderingen met betrekking tot verantwoord beleggen. Er bestaan grote verschillen ten aanzien van de implementatie van verantwoord beleggingsbeleid en evenzoveel manieren waarop verantwoording wordt afgelegd hierover.

Uit een in april 2007 gepubliceerd onderzoek onder Britse pensioenfondsen⁵⁶ blijkt dat minder dan de helft van de onderzochte pensioenfondsen hun duurzame investeringbeleid communiceert. Onderzocht is de transparantie en openbaarheid ten aanzien van het stemgedrag, de top 100 equity investeringen, de engagement strategie, de integratie van verantwoord ondernemen in de investeringsmandaten en de participatie in collectieve initiatieven. Daarbij dient aangetekend te worden dat meer dan de helft van de benaderde pensioenfondsen weigerde mee te werken aan dit onderzoek en slechts 12% een volledig ingevulde vragenlijst retourneerde. Dit bracht de onderzoekers ertoe zich openlijk af te vragen wat het collectieve commitment van pensioenfondsen ten aanzien van transparantie is. Kennelijk is de bereidheid om zich te laten aanspreken op hun benadering van sociale en milieu-issues niet vanzelfsprekend. Veel pensioenfondsen geven aan dat informatie – slechts – ‘op aanvraag’ en alleen voor leden beschikbaar is.

Pensioenfondsen langs de Nederlandse maatlat

In Nederland wordt door veel bedrijven de Transparantiebenchmark Maatschappelijke verslaggeving van het Ministerie van Economische Zaken als de maatlat voor openheid beschouwd. Deze benchmarkmethodiek beoordeelt de transparantie van ondernemingen aan de hand van tien categorieën (www.minez.nl). Daarbij gaat het om informatie variërend van het profiel van de onderneming tot aan onafhankelijke verificatie van de betrouwbaarheid van de gerapporteerde data. Voor de beoordeling wordt gebruikt gemaakt van openbaar beschikbare informatie uit een financieel of maatschappelijk jaarverslag. De Transparantiebenchmark is opgezet om een vergelijking tussen ondernemingen en door de tijd heen mogelijk te maken als het gaat om de kwaliteit van verslaggeving. De criteria richten zich nadrukkelijk niet op een inhoudelijke beoordeling van de prestaties van een onderneming. De score op benchmark geeft een goede impressie hoe een onderneming scoort ten opzichte van anderen in een bepaalde sector.

Wanneer de gemiddelde score van drie grote pensioenfondsen wordt afgezet tegen de gemiddelde score van de Financiële sector (zes bedrijven) en de verzekeringssector (zeven bedrijven) uit de Transparantiebenchmark 2007, dan blijkt dat pensioenfondsen laag scoren (21 punten ten opzichte

⁵⁵ United Nations Environment Programme Finance Initiative (UNEP FI) en United Kingdom Social Investment Forum (UKSIF), april 2007 report.

⁵⁶ UKSIF, oktober 2007, ‘Responsible Business, Sustainable Pension.’

van banken met 73 punten en verzekeraars met 38 punten). Analyse van de scores laat zien dat vanuit de pensioenfondsen relatief weinig of geen informatie beschikbaar wordt gesteld ten aanzien van ketenvraagstukken, stakeholdermanagement en milieuaspecten van de bedrijfsvoering. Wordt informatie gerapporteerd, dan is dit doorgaans niet extern geverifieerd.

Inhoudelijke aandachtspunten voor verslaggeving

Zowel nationaal als internationaal is er al het nodige geschreven over de wijze waarop verslaggeving door pensioenfondsen zou kunnen plaatsvinden. Onderzoek van de Vereniging van Beleggers voor Duurzame Ontwikkeling (VBDO) naar duurzaam beleggingsbeleid van pensioenfondsen legt de nadruk op transparantie ten aanzien van beleid, de operationalisering hiervan en de verantwoording. Vanuit het principe van controleerbaarheid en neutraliteit is het gewenst dat aan de begunstigen en – desgewenst – aan de buitenwacht de gevolgen van het gevoerde beleid duidelijk worden gemaakt. De VBDO zegt hierover:

“Transparantie is de essentie voor alle partijen die verantwoording aan hun stakeholders willen afleggen over hun duurzame intenties. Dit is voor pensioenfondsen niet anders. Zonder transparantie worden zelfs de beste intenties niet zichtbaar voor de buitenwacht. Transparantie moet, in termen van verslaggeving, voldoen aan verslaggevingprincipes. Naast verslagtechnische principes zoals controleerbaarheid en neutraliteit zijn er inhoudelijke principes zoals relevantie en materialiteit. [...] Toch blijkt in de praktijk dat, als het gaat om duurzaamheid, maar weinig partijen zich tot op heden aan de principes van verslaggeving houden.”

Concluderend kunnen we stellen dat de rapportage door pensioenfondsen naast het geven van informatie over de maatschappelijke impact van de bedrijfsvoering én de getoonde maatschappelijke betrokkenheid vooral over het primaire beleggingsproces zou dienen in te gaan. Dat begint met een toelichting op beleid en de aanvaardbaarheid van eventuele restricties en impliceert verder transparantie over de samenstelling van de portefeuille, de achtergrond van beslissingen tot toelating of uitsluiting van bedrijven in beleggingsportefeuilles, uitleg van een best-in-class benadering, een uitleg over engagement en stemgedrag, enzovoorts. Pensioenfondsen lijken voorzichtig een start te maken met verslaggeving over verantwoord beleggen. Juist vanwege hun maatschappelijke rol en hun relatief grote invloed neemt het belang van transparantie toe. Die opvatting lijkt steeds breder te worden gedeeld. Het is vervolgens aan de pensioenfondsen om een passend antwoord te formuleren op de verwachtingen van stakeholders en het brede publiek.

Bijlage I.5 Trends in maatschappelijke vraagstukken. Enkele observaties

Jeroen van Seeters
CEO Hill & Knowlton Nederland

Maatschappelijke vraagstukken worden al lange tijd door belangenorganisaties en individuen op de agenda gezet. Of het nou gaat om vrouwenemancipatie, bestrijding van de apartheid, discriminatie, integratie, kernenergie, kruisraketten, abortus, bio-industrie, dierenwelzijn, CO2-uitstoot, kinderarbeid of vernietiging van oerbossen. Generaties zijn daar inmiddels mee opgegroeid.

Als gevolg van de sterke groei van de media en van nieuwe technologie zoals internet, zijn deze vraagstukken bijzonder zichtbaar en is de omloopsnelheid en de hoeveelheid van de informatie enorm verhoogd. Dat levert een verwachtingspatroon op bij het publiek. Men verwacht openheid en transparantie omdat veel informatie vrij beschikbaar is. Media en belangenorganisaties treden op als de vertegenwoordiger van het publiek. Zij zijn de *bewakers van het maatschappelijk verwachtingspatroon*.

In die overvloed aan informatie zoeken mensen naar simplificatie en markeringen waarmee eenvoudig informatie geselecteerd kan worden. Merken spelen daarin een belangrijke rol. Merken hebben immers een eigen, herkenbare signatuur en zijn daarmee voorspelbaar geworden. Afwijkingen van het verwachtingspatroon van het publiek en daarmee onvoorspelbaarheid in gedrag van een merk is niet langer acceptabel.

Organisaties worden geacht goed om te gaan met maatschappelijke vraagstukken om twee redenen:

1. De *reputatie* van de organisatie is in het geding.
2. Stakeholders verwachten dat rekening wordt gehouden met hun belangen.

Kennelijk is dit allemaal nog niet zo gemakkelijk omdat met regelmaat organisaties verrast worden door het externe verwachtingspatroon rond diverse maatschappelijke vraagstukken. Het merk is ineens *onvoorspelbaar* geworden. Het valt op dat de publieke opinie het niet accepteert als de organisatie - het merk - deze reacties tracht af te houden, te vermijden, of te ontkennen.

Niet elk vraagstuk is voor elke organisatie relevant. Zo lijkt het. Maar het zijn de stakeholders die hun eigen relevantie aan de organisatie opleggen. Met de *media als versterker en versneller*. Zo kan een incident in de marge een maatschappelijk relevant vraagstuk worden. Stakeholders verwachten dat een organisatie voor relevante maatschappelijke vraagstukken:

- a. zicht heeft op dat vraagstuk;
- b. een eigen visie daarop heeft;
- c. draagvlak zoekt en contact heeft met stakeholders over die vraagstukken, en
- d. adequate maatregelen treft.

De selectie van de relevante vraagstukken is van groot belang en vraagt het nodige van een organisatie. Omdat maatschappelijke vraagstukken snel kunnen opkomen, is het raadzaam om continu de bewegingen in de samenleving te volgen, de relevante ontwikkelingen te selecteren en daar adequaat op te reageren. Binnen een organisatie dient een goede structuur te bestaan om afwegingen te maken en besluiten te nemen. En die besluiten uit te voeren. Zodat visie en gedrag van de organisatie *wendbaar maar voorspelbaar* zijn.

BIJLAGEN DEEL II

Bijlage II.1 De beleggingsstrategieën nader uitgewerkt

In deze bijlage wordt per strategie ingegaan op negen praktische vragen:

1. Welke stappen zijn nodig om de strategie te implementeren?
2. Op welke wijze is de strategie operationeel uitvoerbaar?
3. Wat is de benodigde menskracht om de strategie uit te voeren?
4. Wat zijn de te verwachten (additionele) kosten?
5. Wat is de mogelijke impact op het risico-rendementprofiel van de totale portefeuille?
6. Welke rol speelt de (externe) vermogensbeheerder bij de uitvoering van de strategie?
7. Welke andere partijen zijn mogelijk betrokken bij de uitvoering van de strategie?
8. Wat zijn de mogelijkheden om de strategie blijvend te monitoren?
9. Wat is de benodigde tijd voor implementatie?

Achtereenvolgens zullen de volgende strategieën worden uitgewerkt:

- I. Uitsluiting en opschorting via negatieve screening
- II. Best-in-class via positieve screening
- III. Integratie
- IV. Doelinvesteringen
- V. Engagement
- VI. Stemmen

I. Uitsluiting en opschorting via negatieve screening

1. Welke stappen zijn nodig om de strategie te implementeren?

De eerste stap betreft het vertalen van de uitgangspunten van het pensioenfonds naar een uitsluitingsbeleid of naar concrete uitsluitingscriteria, op basis van de visie en het beleid van het bestuur. Vervolgens wordt een lijst met uit te sluiten ondernemingen samengesteld. Deze lijst kan tot stand komen door het beleggingsuniversum stapsgewijs door te nemen en te toetsen op onverenigbaarheid met de uitgangspunten van het pensioenfonds. Dit kan resulteren in een lijst met ondernemingen of industrieën – zoals bijvoorbeeld de wapenindustrie. Na samenstelling van de lijst dient deze besproken te worden met de (externe en interne) vermogensbeheerders en kunnen benchmarks worden aangepast. De lijst van uitsluitingen zal contractueel vastgelegd moeten worden; lopende overeenkomsten met externe managers dienen te worden aangepast. Tevens kan een review datum vastgelegd worden. Het verdient aanbeveling de lijst periodiek intern te evalueren.

2. Op welke wijze is de strategie operationeel uitvoerbaar?

Het hanteren van een lijst met uitsluitingen van het totale beleggingsuniversum is voor beursgenoteerde aandelen en obligaties goed uitvoerbaar door de stappen zoals hierboven aangegeven, te doorlopen. Voorwaarde hierbij is dat lopende contracten kunnen worden aangepast. Voor fondsbeleggingen en bijvoorbeeld private equity zijn deze stappen niet eenvoudig toe te passen. Voor deze meer gestandaardiseerde beleggingen bestaat geen standaard oplossing. Een mogelijkheid is een 'best effort' verzoek bij de fondsmanager neer te leggen en het uitsluitingenbeleid toe te lichten. Het 'poolen' van capaciteit met andere fondsen is een andere optie. Een besluit van het bestuur is hier wenselijk.

3. Wat is de benodigde menskracht om de strategie uit te voeren?

Tijdens de fase waarin visie en beleid vertaald worden naar implementatie is personele capaciteit bij het pensioenfonds en/of de uitvoerder, adviseur, fiduciair manager nodig om de specifieke lijst met uitsluitingen samen te stellen, de overeenkomsten te herzien, enzovoorts. In de praktijk zal het vaststellen van beleid relatief de meeste capaciteit kosten.

4. Wat zijn de te verwachten (additionele) kosten?

De te verwachten kosten zijn afhankelijk van de scherpte waarmee de strategie wordt toegepast. Afhankelijk van de beschikbare interne capaciteit en het aantal ondernemingen in portefeuille, dient het fonds mogelijk een information provider of een consultant in te huren om de portefeuille te analyseren en een advieslijst op te stellen. Overige mogelijke externe kosten worden gemaakt bij de

aanpassing van benchmarks en juridisch advies voor aanpassing van de huidige contracten. Intern is capaciteit nodig om de lijst vast te stellen en te (laten) implementeren in de portefeuilles.

5. Wat is de mogelijke impact op het risicorendementprofiel van de totale portefeuille?

Het uitsluiten van ondernemingen van het beleggingsuniversum leidt tot een beperking van dit universum en dus tot een mindere spreiding. De mate waarin dit invloed heeft op de risicorendementskarakteristieken van de totale portefeuille hangt af van de mate waarin het universum beperkt wordt. Dit is afhankelijk van het aantal en type onderwerpen dat wordt gekozen. Uitsluiting op het thema wapens zal veelal geconcentreerd zijn in een of twee sectoren, terwijl uitsluiting op bijvoorbeeld mensenrechten breder gespreid zal zijn en daardoor een geringere impact zal hebben. Grosso modo is de impact op langere termijn nihil bij een beperkt aantal uitsluitingen.

6. Welke rol speelt de (externe) vermogensbeheerder bij de uitvoering van de strategie?

De vermogensbeheerder speelt een belangrijke rol bij de uitvoering van de strategie door zorg te dragen voor het naleven van de overeengekomen lijst met uitsluitingen.

7. Welke andere partijen zijn mogelijk betrokken bij de uitvoering van de strategie?

Indien gewenst kan een pensioenfonds voor de vaststelling van de uit te sluiten ondernemingen de hulp inroepen van (gespecialiseerde) information providers, consultants of andere externe adviseurs.

8. Wat zijn de mogelijkheden om de strategie blijvend te monitoren?

De mogelijkheden om naleving van de strategie te volgen zijn goed, de gebruikelijke compliance rapportage kan hiervoor ingezet worden, bijvoorbeeld via de custodian.

9. Wat is de benodigde tijd voor implementatie?

Na vaststelling van de uit te sluiten ondernemingen kan de implementatie bij intern beheerde portefeuilles zeer snel verlopen, uitgaande van normale liquiditeit in de financiële markten. Voor extern beheerde portefeuilles is implementatie ook afhankelijk van de mogelijkheid tot en de snelheid van aanpassing van contracten.

II. Best-in-class via positieve screening

1. Welke stappen zijn nodig om de strategie te implementeren?

De kern van deze strategie bestaat uit het vergelijken van ondernemingen binnen de (sub)sectoren van het beleggingsuniversum. In overleg met het bestuur dienen de beoordelingscriteria te worden bepaald. Hierbij dient de vraag aan de orde te komen of voor iedere sector/en bedrijfstak de verschillende aspecten gelijk moeten worden gewogen. Dit lijkt overigens niet voor de hand te liggen. Het milieuaspect is bij de chemische industrie belangrijker dan in de detailhandel. Bij retailers zal daarentegen de omgang met leveranciers veel relevant(er) zijn.

De criteria worden vastgesteld door het bestuur in het kader van verantwoord beleggen. Als voorbeeld kunnen, onder meer, de volgende aspecten worden overwogen:

- Arbeidsverhoudingen binnen de onderneming.
- Aandacht voor het milieu.
- Gedrag van leveranciers (ketenverantwoordelijkheid).
- Corporate Governance.
- Omgang met afnemers.
- Sociale verantwoordelijkheid naar de maatschappij.

Informatie- of ratingbureaus kunnen bedrijven vergelijken op basis van grondige research. Per bedrijf stellen zij scores vast op de onderscheiden dimensies en criteria. De afzonderlijke scores worden opgeteld tot een totale bedrijfsrating.

2. Op welke wijze is de strategie operationeel uitvoerbaar?

Door het betrekken van de duurzaamheidsscore van ieder individuele onderneming in het (totale) selectieproces van een aandeel binnen de portefeuille is de strategie uitvoerbaar. Het verdient aanbeveling de weging van de duurzaamheidsscore te bezien in de totale besluitvorming over de relevante factoren (waardering, kwaliteit management etc.).

Om het best-in-class universum te bepalen moeten twee beslissingen worden genomen:

- Trek de scheidslijn tussen de ondernemingen die wel of niet in het universum worden opgenomen, en daarmee samenhangend.
- Bepaal de invloed van de ranking op de marktkapitalisatie van het 'best-in-class universum' ten opzichte van de oorspronkelijke benchmark.

Bij het bepalen van de scheidslijn moet een afweging gemaakt worden tussen de hoogte van het niveau van het verantwoorde karakter van het nieuwe universum en de mate van diversificatie die in de portefeuille mogelijk is. Indien de grens wordt getrokken bij het topkwartiel (de beste 25 procent uit de vergelijking) loopt de belegger kans de diversificatie (te) sterk te beperken. Is de belegger te ruimhartig door de beste 75 procent aanvaardbaar te achten, dan kan dit ten koste gaan van de geloofwaardigheid. Het is derhalve niet ongebruikelijk om de grens op 50 procent te leggen. Het tweede aspect betreft de impact van de marktkapitalisatie. Omdat de grootste onderneming in het universum vaak het meest uitgebreid rapporteren over ESG-aspecten, kent de best-in-class benadering vaak een large cap bias. Een correctie hierop door een separate behandeling van large en small caps verdient dan ook aanbeveling.

3. Wat is de benodigde menskracht om de strategie uit te voeren?

Indien gebruik wordt gemaakt van een externe partij die gespecialiseerd is in het beoordelen van ondernemingen op het gebied van duurzaamheid is de interne belasting beperkt. Wel dient rekening te worden gehouden met extra kosten voor het verkrijgen van de duurzaamheidsscores. De interne belasting zal bestaan uit een extra dimensie bij het beoordelen van de ondernemingen.

4. Wat zijn de te verwachten (additionele) kosten?

De extra kosten bestaan uit het 'inkopen' van de duurzaamheidsresearch, respectievelijk de scores en eventueel de kosten voor de (gewijzigde) samenstelling van het universum.

5. Wat is de mogelijke impact op het risico-rendementprofiel van de totale portefeuille?

De invloed op het risico-rendementprofiel van het pensioenfonds zal in de regel beperkt zijn. Omdat de best-in-class benadering zich beperkt tot beleggingen in dat deel van het universum dat de toets heeft doorstaan, worden ook bij deze vorm van positieve screening de diversificatiemogelijkheden beperkt. Afhankelijk van de aard en de omvang van de beperkingen, is sprake van een (onaanvaardbare) invloed op het risico-rendementprofiel. Het is aan het bestuur van het fonds de grenzen te bewaken en daarover verantwoording af te leggen aan de begunstigden.

Teneinde zowel de prestaties van de beheerder als de impact van de beperking van het universum te meten, kan worden overwogen de prestaties van het universum te volgen en deze af te zetten tegen een aangepaste index. De praktijk toont aan dat sommige pensioenfondsen en beheerders werken met tailor-made indices. Andere passen hun benchmark evenwel niet aan en zetten de prestaties van de vermogensbeheerder af tegen een reguliere index.

6. Welke rol speelt de (externe) vermogensbeheerder bij de uitvoering van de strategie?

De vermogensbeheerder speelt een belangrijke rol bij de uitvoering van de strategie aangezien deze verantwoordelijk is voor het naleven van de strategie en voor het behalen van een zo hoog mogelijk rendement bij een aanvaardbaar risico. Veelal wordt van managers verwacht dat zij een outperformance realiseren. Gelet op hetgeen onder 5) is opgemerkt, is dat vaak geen sinecure.

7. Welke andere partijen zijn mogelijk betrokken bij de uitvoering van de strategie?

De zogenoemde 'rating agencies' die zorgen voor de duurzaamheidsscores zijn van belang bij deze strategie.

8. Wat zijn de mogelijkheden om de strategie blijvend te monitoren?

In beginsel zijn deze mogelijkheden onbeperkt. Het verdient evenwel aanbeveling de systematiek regelmatig te 'herijken'.

9. Wat is de benodigde tijd voor implementatie?

De strategie is eenvoudig in te voeren. De screening gebeurt inmiddels op grote schaal door diverse onafhankelijke informatieleveranciers en ratingbureaus. De meeste tijd gaat vermoedelijk zitten in de implementatie in het primaire beleggingsproces. De extra ESG-indicatoren zullen moeten worden afgestemd op de reguliere financiële indicatoren en tot een integraal oordeel worden gebracht.

III. Integratie

1. Welke stappen zijn nodig om de strategie te implementeren?

Integratie betreft het systematisch betrekken van ESG factoren bij iedere beleggingsbeslissing die het pensioenfonds maakt. ESG onderwerpen worden, naast de conventionele financiële analyse, gebruikt om tot een uiteindelijke investeringsbeslissing te komen. Het is niet vanzelfsprekend dat er altijd in de meest duurzame onderneming of entiteit belegd wordt. ESG factoren worden evenwichtig meegenomen in de beleggingsbeslissingen, afhankelijk van de specifieke ESG issues die van invloed zijn op de financiële performance van een bepaalde entiteit. Dit leidt bijvoorbeeld tot de beslissing om niet te investeren in een bepaalde entiteit, of deze onder- of juist te overwegen. Eveneens kan blijken dat ESG factoren geen materiële invloed hebben op een individuele investeringsbeslissing.

Bij toepassing van deze strategie, dient het bestuur de overtuiging te hebben, dat ESG factoren invloed hebben op de financiële performance van een fonds op de lange termijn. Een onderdeel van de oordeelsvorming van het bestuur kan een analyse van onderzoek op dit gebied zijn, of consultatie van andere pensioenfondsen die zich bezighouden met integratie van ESG factoren in het beleggingsbeleid.

Een belangrijk onderdeel van een integratie strategie is engagement. De doorlopende dialoog met ondernemingen met als doel om informatie over de ESG factoren te verkrijgen, die vervolgens in de beleggingsbeslissingen betrokken worden, geeft eveneens het belang aan dat het pensioenfonds hieraan hecht. Dit draagt op termijn bij aan de ontwikkeling van ESG standaarden in de markt.

2. Op welke wijze is de strategie operationeel uitvoerbaar?

Voor een pensioenfonds met intern vermogensbeheer geldt dat er procedures moeten worden ontworpen om ESG analyses uit te voeren en om de resultaten hiervan te incorporeren in het beleggingsproces. Dit kan bijvoorbeeld in de vorm van regelmatig overleg tussen ESG specialisten en portfolio managers. De ESG analyse kan door externe dienstverleners worden uitgevoerd, eventueel aangevuld door onderzoek van interne specialisten, die bijvoorbeeld zelf ondernemingen bezoeken. Om te waarborgen dat de afgesproken procedures worden gevolgd, kan op senior niveau een interne werkgroep worden ingesteld.

3. Wat is de benodigde menskracht om de strategie uit te voeren?

Een integratie strategie vereist een staf met specialisten op het gebied van ESG, zowel qua kennis als ervaring. Het aantal mensen dat nodig is hangt af van de grootte van het fonds. Het fonds zal doorgaans ook gebruik moeten maken van externe onderzoeksbureaus, zoals sell-side brokers en onderzoeksbureaus die gespecialiseerd zijn op het gebied van ESG.

4. Wat zijn de te verwachten (additionele) kosten?

De kosten bestaan uit de financiering van een gespecialiseerde staf en de inkoop van onderzoeksdiensten.

5. Wat is de mogelijke impact op het risico-rendementprofiel van de totale portefeuille?

Het doel van integratie is om het risico-rendement profiel te verbeteren door alle ESG factoren, die relevant zijn voor de resultaten op lange termijn, te betrekken in de beleggingskeuzes. Het fundamentele doel van de strategie is het verbeteren van de analyses en het onderscheiden van investeringskansen, die bij een beoordeling op uitsluitend financiële criteria mogelijk over het hoofd zouden worden gezien.

6. Welke rol speelt de (externe) vermogensbeheerder bij de uitvoering van de strategie?

Het pensioenfonds kan aan de externe vermogensbeheerder verzoeken om een integratie strategie toe te passen. Een belangrijk issue is het toezicht op de uit te voeren stappen door de vermogensbeheerder. Zo kan het pensioenfonds bijvoorbeeld vragen of de vermogensbeheerder gedetailleerde voorbeelden kan geven van specifieke gevallen waarbij ESG onderzoek is uitgevoerd en vervolgens uitleggen op wat voor manier dit invloed heeft gehad op de beleggingskeuzes.

7. Welke andere partijen zijn mogelijk betrokken bij de uitvoering van de strategie?

Naast sell-side brokers en gespecialiseerde ESG onderzoeksbureaus kan eventueel in het kader van aanvullend ESG onderzoek, contact worden gezocht met non-gouvernementele organisaties, universiteiten, overheidsinstellingen en andere organisaties met specialistische kennis.

8. Wat zijn de mogelijkheden om de strategie blijvend te monitoren?

Bij een pensioenfonds met intern vermogensbeheer kan de strategie worden gemonitord door de stafafdelingen voor de individuele fondsen, onder eindverantwoordelijkheid van een senior management werkgroep. Om de uitvoering van de strategie door externe managers te monitoren is specialistische expertise vereist. Deze expertise kan in huis voorhanden zijn, of door consultants geleverd worden.

9. Wat is de benodigde tijd voor implementatie?

De tijd die nodig is voor de implementatie van de integratie strategie is afhankelijk van de omvang van het fonds en de reikwijdte van de strategie zelf. Het is bijvoorbeeld minder tijdrovend om een strategie voor één beleggingscategorie te implementeren, dan voor alle asset classes. Wanneer de strategie is ontwikkeld, wordt de uitvoering een integraal onderdeel van het beleggingsbeleid.

IV. Doelinvesteringen

1. Welke stappen zijn nodig om de strategie te implementeren?

De strategie vraagt om het voortdurend scannen van de markt op mogelijkheden om tegen aantrekkelijke prijzen te investeren in entiteiten die passen in het risico-rendementprofiel en tegelijkertijd een bijdrage leveren aan het realiseren van ESG-doelstellingen.

2. Op welke wijze is de strategie operationeel uitvoerbaar?

Uitvoering van de strategie vergt het inschakelen van gespecialiseerde vermogensbeheerders die via fondsen of via mandaten pensioenfondsen mogelijkheden aanbieden om te investeren.

3. Wat is de benodigde menskracht om de strategie uit te voeren?

Hoewel het meeste werk wordt gedaan door externe managers vraagt het voorbereiden van een investeringsbeslissing de nodige tijd en aandacht van (de beleggingscommissie van) een pensioenfonds en van de interne beleidsvoorbereiders. Dat geldt ook voor het monitoren van de voortgang van de investering. Omdat het veelal hoog specialistische beleggingsproducten betreft, vraagt een dergelijke investering relatief veel tijd, kennis en inspanning. Omdat de potentiële revenuen hoog zijn, ontwikkelen vooral de grotere fondsen interne expertise.

4. Wat zijn de te verwachten (additionele) kosten?

De kosten zijn die van het interne management en de fees voor de externe vermogensbeheerders. Deze werken vaak op basis van een vaste fee, met daar bovenop een performance gerelateerde fee. De risico's dat een fonds een dure investering doet en daar uiteindelijk weinig rendement voor terugziet, kunnen in de regel worden beperkt door in het contract zogenaamde 'claw back' regelingen op te nemen. Deze regelingen voorkomen dat een slecht presterende manager toch een riant fee ontvangt. Ook kennen contracten vaak mogelijkheden om een slecht presterende manager te ontslaan.

5. Wat is de mogelijke impact op het risico-rendementprofiel van de totale portefeuille?

Doelinvesteringen kennen een hoog risico en vereisen derhalve ook een hoog rendement. Pensioenfondsen die in deze beleggingscategorieën investeren, doen dat op grond van financiële overwegingen. Sociale, ethische of milieuoverwegingen worden veelal gezien als een wenselijk neveneffect. Het is niet waarschijnlijk dat pensioenfondsen investeren in deze categorie als ze niet met

aan zekerheid grenzende waarschijnlijkheid overtuigd zijn van de financiële kwaliteit van het investeringsvoorstel. Echter, doelbeleggingen vormen een zeer risicovolle categorie van investeringen en daar zijn pensioenfondsen zich bewust van.

6. Welke rol speelt de (externe) vermogensbeheerder bij de uitvoering van de strategie?

Externe vermogensbeheerders spelen een zeer belangrijke rol in het mogelijk maken van doelbeleggingen. Zij beschikken over de kennis en kunde om – veelal op basis van een bewezen track record – financiële producten te ontwikkelen waar behoefte aan is. Niet uitgesloten mag worden dat pensioenfondsen in de toekomst, onder meer via hun private equity investments, proberen meer van deze gespecialiseerde kennis in huis te halen.

7. Welke andere partijen zijn mogelijk betrokken bij de uitvoering van de strategie?

In de regel zijn er weinig andere partijen betrokken bij de investeringen, al komt het voor dat pensioenfondsen op het spoor van doelbeleggingen wordt gezet door een consultant. Een enkel pensioenfonds geeft consultants zelfs de opdracht actief te zoeken naar interessante investeringsmogelijkheden in de sfeer van de doelbeleggingen.

8. Wat zijn de mogelijkheden om de strategie blijvend te monitoren?

Deze mogelijkheden zijn volop aanwezig, al blijft het een probleem dat de pensioenfondsen zelf veelal over een beperkte kennis van de gespecialiseerde markten beschikken. Een zekere vorm van afhankelijkheid van externe beheerders en adviseurs maakt dat pensioenfondsen enige mate van risico lopen.

9. Wat is de benodigde tijd voor implementatie?

Omdat het meeste werk door externe partijen wordt verricht, zijn doelinvesteringen in de regel vrij tijdsextensief voor een pensioenfonds. Echter, wat deze categorie uniek maakt, is de intrinsieke belangstelling die er binnen het bestuur en de interne uitvoerders van een pensioenfonds bestaat voor de investeringen. Dat hangt vaak samen met de positieve sociale, ethische of milieu-effecten die met deze investeringen worden gerealiseerd. Die belangstelling kost evenwel tijd.

V. Engagement

1. Welke stappen zijn nodig om de strategie te implementeren?

Vooraf moet helder zijn vanuit welke uitgangspunten het bestuur engagement wil bedrijven. Het actieve aandeelhouderschap kan zich richten op de ondernemingsstrategie, op corporate governance, op milieu en sociale zaken. Een geïntegreerde benadering is mogelijk, maar er kan ook worden gekozen voor enkele specifieke onderwerpen. Informatie over keuzes kan vaak worden gevonden op de websites van de grote pensioenfondsen, in Nederland, maar ook elders. Een goed voorbeeld vormt de website van het Amerikaanse pensioenfonds CalPERS. Ten tweede moet een selectie worden gemaakt van ondernemingen op wie het engagement proces zich zal richten. Engagement is een arbeidsintensief proces. Derhalve zal het engagement universum veelal moeten worden afgebakend. Pensioenfondsen hebben meestal te veel ondernemingen in portefeuille om deze allemaal actief te benaderen.

2. Op welke wijze is de strategie operationeel uitvoerbaar?

Voor vrijwel geen enkel pensioenfonds is het mogelijk met alle ondernemingen in portefeuille in dialoog te treden. Afhankelijk van het ambitieniveau en de intern beschikbare menskracht besluiten veel pensioenfondsen ertoe de engagement uit te besteden aan gespecialiseerde dienstverleners. Wel dienen voorzieningen te worden getroffen om te zorgen dat het fonds 'in control' is over de activiteiten die de externe namens het fonds verricht. Immers, het fondsbestuur blijft aanspreekbaar en verantwoordelijk.

Wie ervoor kiest een deel van de engagementactiviteiten zelf te verrichten, doet er verstandig aan die activiteiten zoveel mogelijk te integreren in de staande organisatie. Dat vergroot de effectiviteit en de efficiëntie. Effectieve engagement vereist afstemming met andere processen, natuurlijk met het stemmen op aandeelhoudersvergaderingen, maar ook met securities lending, de reguliere contacten van fondsmanagers met de ondernemingsleiding ('one-on-one's') et cetera. Bij een effectieve

engagement strategie hoort ook een vorm van monitoring, rapportage en voortgangscntrole. Op enig moment moet het mogelijk zijn te concluderen of engagement bij een bepaalde onderneming zinvol is en tot resultaat leidt, respectievelijk de verkoop van het aandeel moet worden overwogen. Zonder het uitzicht op een ultieme actie van verkoop, kan engagement in sommige situaties een krachteloos instrument blijken.

3. Wat is de benodigde menskracht om de strategie uit te voeren?

Bij uitbesteding van engagement is tenminste nodig dat een functionaris uit de organisatie toeziet op de conformiteit met het vastgestelde beleid. Engagement dient in lijn te blijven met de beleidsuitgangspunten van het fonds. Ook in geval van dilemma's dient de betreffende functionaris beschikbaar te zijn voor overleg. Een intern programma van engagement vergt veelal een forse personele investering. Als het lukt om engagement te integreren in het werk van de fondsmanagers kan in de regel met een beperkte uitbreiding van de staf worden volstaan voor het verrichten van stimulerende en ondersteunende werkzaamheden. Vaak zal dat echter niet het geval zijn. Integratie in het werk van de fondsmanagers vergt meestal behoorlijk wat tijd waardoor fondsmanagers de engagementactiviteiten niet zelfstandig kunnen verzorgen. Voor de beeldvorming: externe dienstverleners werken met een ratio van maximaal 20 ondernemingen op 1 medewerker.

4. Wat zijn de te verwachten kosten?

De kosten hangen in hoge mate af van de gekozen oplossing. Die kosten liggen in het verwerven van de nodige research, menskracht, kosten van uitbesteding, reis- en verblijfkosten, et cetera. Een groot fonds dat kiest voor uitbesteding is al gauw 200.000 tot 300.000 Euro kwijt. Daartegenover staat een veel uitgebreidere kennis van bedrijven waardoor met engagement ook beleggingsopbrengsten worden gerealiseerd.

5. Wat is de mogelijke impact op het risico-rendementprofiel van de totale portefeuille?

Effectieve engagement op strategische kwesties, corporate governance, anti-corruptie, milieu en sociale issues met materiële financiële risico's kan – veelal indirect en op termijn – leiden tot een hoger rendement. Immers, men verwerft aanzienlijk meer kennis van bedrijven. Daarnaast is de belangrijkste winst het beperken van potentiële risico's voor de onderneming waarin is belegd en de beperking van het reputatierisico voor het pensioenfonds.

6. Welke rol speelt de (externe) vermogensbeheerder bij de uitvoering van de strategie?

De externe vermogensbeheerder kan degene zijn aan wie ook de engagement is uitbesteed. Maar het kan ook zijn dat de externe vermogensbeheerder een schakel vormt tussen fonds en andere externe partijen. In de praktijk vervult ook de custodian een belangrijke rol. Immers, alle posities zijn bij de bewaarnemer bekend, dus is het relatief eenvoudig van daaruit engagement vorm te geven. Een bijkomend voordeel is dat de gemaakte kosten mogelijk (ten dele) kunnen worden goed gemaakt in combinatie met een goed uitleningsprogramma voor aandelen.

7. Welke andere partijen zijn betrokken bij de uitvoering van de strategie?

Naast de genoemde interne partijen en eventuele externe partijen die de engagement strategie uitvoeren zijn mogelijk ook andere partijen betrokken. Te denken valt aan researchproviders, brokers, of juridische adviseurs. Soms kan engagement namelijk gepaard gaan met juridische acties, class actions, et cetera. Belangrijk is ook dat engagement vrijwel altijd een vorm van samenwerking vereist met andere vermogensbeheerders, zowel in Nederland, via externe partijen die ook voor andere opdrachtgevers werken, of via een 'case by case' samenwerking via bijvoorbeeld het *PRI clearing house* van de VN.

8. Wat zijn de mogelijkheden om de strategie blijvend te monitoren?

Zowel bij interne engagement als bij uitbesteding is het noodzakelijk afspraken te maken over rapportage, de keuze bij dilemma's, het regelmatig updaten van de beleidslijnen en een alert-service voor controversiële issues. Grote fondsen maken vaak de keuze om een onderscheid te maken tussen buitenlandse en Nederlandse belangen. Als een Nederlands bedrijf in de belangstelling staat, vereist dat meer zorg rondom publiciteit, verantwoording door het bestuur, et cetera. Soms worden extra afspraken gemaakt over beursgenoteerde ondernemingen in de eigen sector om bestuursleden te beschermen tegen conflicterende keuzes.

9. Wat is de benodigde implementatie tijd?

In het geval van volledige uitbesteding kost de implementatie vaak al snel een half jaar. Voert een fonds de engagement strategie zelf uit, dan lijkt het verstandig rekening te houden met een doorlooptijd van een jaar alvorens het proces volledig operationeel is.

10. Een additionele overweging: een disclaimer?

Effectief engagement vergt afstemming met het stembeleid en samenwerking met andere partijen. Dat klinkt logisch, maar bevat een element dat vatbaar is voor juridische interpretatie. Als de samenwerking een structureel karakter krijgt en zich richt op belangrijke strategische kwesties in een onderneming, kan het samenwerkingsverband worden aangemerkt als 'acting in concert'. In geval van structurele samenwerking is het raadzaam te bewaken of hiervan melding moet worden gemaakt.

VI. Stemmen

1. Welke stappen zijn nodig om de strategie te implementeren?

Bij het volledig opzetten van een actief stembeleid op aandeelhoudersvergaderingen moeten minimaal de volgende stappen worden gezet:

- bepalen van de inhoudelijke richtlijnen, die leidend zullen zijn in het stemgedrag (eigen richtlijnen en/of richtlijnen van een gespecialiseerde aanbieder);
- bepalen van de aandelenportefeuilles waarvoor moet worden gestemd;
- bepalen of men zelf al het uitvoerende werk wil doen of dat men de uitvoering van het eigen stembeleid (deels) uit handen wil geven aan een derde partij (gespecialiseerde partij en/of externe vermogensbeheerders);
- bepalen van de wijze waarop over het stemmen wordt gerapporteerd (frequentie, inhoud en vorm);
- kiezen van een mogelijke dienstverlener (*proxy provider*) voor het stemproces;
- aanmelden van de aandelenportefeuilles bij de *proxy provider* en de custodian actief inschakelen bij deze aanmelding.

2. Op welke wijze is de strategie operationeel uitvoerbaar?

Met het inschakelen van een *proxy provider*, die allerlei stemgerelateerde diensten verleent (zoals het aanbieden van elektronische stembriefjes (*ballots*), het verwerken van steminstructies, het faciliteren van rapportages, et cetera) kan de strategie actief stemmen operationeel efficiënt worden uitgevoerd.

3. Wat is de benodigde menskracht om de strategie uit te voeren?

Afhankelijk van de gekozen strategie (zelf stemmen, via externe managers stemmen of via proxy provider stemmen) en de omvang van de portefeuille en het aantal verschillende mandaten, loopt de benodigde voorbereidingstijd uiteen van een dag tot meerdere weken. Na de initiële stappen is menskracht benodigd voor enerzijds het inhoudelijk beoordelen van issues op vergaderingen – daar waar het fonds zelf wenst te stemmen – en anderzijds voor het operationele gedeelte van het proces: monitoring, nieuwe accounts aanmelden, oude accounts afmelden, rapporteren, et cetera. Dit hele proces kan desgewenst uitbesteed worden.

4. Wat voor soort additionele kosten zijn voor de strategie te verwachten?

De kosten zijn voor het grootste deel toe te schrijven aan de proxy provider. Additionele kosten kunnen zijn:

- het inkopen van extra research;
- reiskosten voor vergaderingen die men zelf wil bijwonen;

5. Wat is de mogelijke impact op het risico-rendementprofiel van de totale portefeuille?

Stemmen op aandeelhoudersvergaderingen zal naar verwachting de corporate governance van de ondernemingen versterken, waardoor op lange termijn naar verwachting extra aandeelhouderswaarde wordt gecreëerd. Wanneer men wil stemmen op vergaderingen, waarbij

aandelen voor enige tijd worden geblokkeerd voor verkoop, dan heeft het stemmen directe impact op de verhandelbaarheid van de aandelen in portefeuille. Het risico/rendementsprofiel van de portefeuille is dan in het geding. Men kan ervoor kiezen niet te stemmen in zulke gevallen, of voor een gedeelte van de positie te stemmen.

6. Welke rol speelt de (externe) vermogensbeheerder bij de uitvoering van de strategie?

Het pensioenfonds kan het actief stemmen uitbesteden aan de (externe) vermogensbeheerder, of men kan het stemmen volledig zelf uitvoeren. Voordeel van het laatste is, dat het bestuur er zeker van is dat op een bepaalde vergadering consistent wordt gestemd wanneer het betreffende aandeel in meerdere extern beheerde portefeuilles is opgenomen.

7. Welke andere partijen zijn mogelijk betrokken bij de uitvoering van de strategie?

Partijen anders dan de uiteindelijke eigenaar van de aandelen (pensioenfonds), de vermogensbeheerder, de proxy provider en de custodian, kunnen zijn:

- Partijen die additionele research leveren.
- Derde pensioenfondsen kunnen worden gevolmachtigd namens de eigen organisatie te stemmen en te spreken op aandeelhoudersvergaderingen. Deze partijen kunnen op hun beurt de eigen organisatie volmachten dit namens hen te doen.
- Organisatie (intern of extern) die het beleid voor uitlenen van aandelen uitvoert.

8. Wat zijn de mogelijkheden om de strategie blijvend te monitoren?

De proxy provider faciliteert veelal rapportage en monitoring. In het geval van actief stemmen, kan de proxy provider overzichten aanleveren over stemgedrag op alle vergaderingen, betrokken accounts, wie de steminstructies heeft ingediend, etc.

9. Wat is de benodigde implementatietijd?

De implementatietijd hangt af van het aantal accounts en het aantal diensten dat men van een proxy provider wil afnemen. Het is raadzaam een half jaar uit te trekken voor het optuigen van het stemproces, alvorens men structureel en eenvoudig op veel vergaderingen kan gaan stemmen.

Bijlage II.2 Een criterium nader uitgewerkt: mensenrechten

"We support the fundamental rights of people around the world: we run our business in accordance with the principles set out in the Universal Declaration of Human Rights".

BP Business Principle

"With due regard to the Universal Declaration of Human Rights, which states that all parties in society, including corporate persons, have a duty to respect and safeguard human rights, and within the framework of the legitimate role of businesses, Philips supports and respects human rights and strives to ensure that its activities do not make it an accessory to infringements of human rights."

Philips Business Principle

1. Definitie

Mensenrechten zijn fundamentele rechten die aan iedere mens toekomen en die gericht zijn op de bescherming van het leven en de fundamentele vrijheden. Mensenrechten worden onderscheiden in twee categorieën:

1. Burger- en politieke rechten.
2. Sociale, economische en culturele rechten.

In het navolgende geven wij een uitwerking van de burger- en politieke rechten.

2. Schendingen van mensenrechten

Mensenrechtenschendingen zijn in de 21e eeuw aan de orde van de dag. Wie de rapporten van, bijvoorbeeld Amnesty International of Human Rights Watch leest, kan niet anders concluderen dan dat het slecht gesteld is met het respecteren van de fundamentele burgerlijke en politieke rechten waar individuen aanspraak op kunnen maken. Zo universeel als de rechten zijn, zo universeel lijkt ook hun schending. Bij deze constatering dient evenwel een kanttekening te worden geplaatst. Hoewel alle rechten in de Universele Verklaring van de Rechten van de Mens universeel en ondeelbaar zijn, lijkt het zinvol verschillende categorieën mensenrechten te onderscheiden. Een onderscheid dat veel wordt gehanteerd, aldus Amnesty International en Pax Christi "is dat tussen kernrechten, participatierechten en 'andere' rechten. Kernrechten kunnen worden omschreven als die rechten zonder welke geestelijk of lichamelijk menselijk leven onmogelijk zou zijn. Daarom verdient hun bescherming absolute voorrang."⁵⁷ Juridisch gezien bestaat het begrip kernrechten evenwel niet. Volgens het VN-Comité voor de Rechten van de Mens kan van sommige rechten echter wel worden gezegd dat zij onvervreemdbaar zijn. Dat houdt in dat deze rechten onder geen beding mogen worden opgeschort, zelfs niet als sprake is van een noodtoestand. Deze rechten zijn:

- het recht op leven;
- het recht niet te worden onderworpen aan foltering, of aan wrede, onmenselijke of vernederende behandeling of bestraffing;
- het recht niet gevangen te worden genomen uitsluitend vanwege het niet in staat zijn een uit overeenkomst voortvloeiende verplichting na te komen;
- het recht niet te worden veroordeeld wegens handelen of nalaten van wat geen strafbaar feit vormde op het tijdstip dat het handelen of nalaten geschiedde;
- het recht op erkenning van de persoon voor de wet, en
- het recht op vrijheid van denken, geweten en godsdienst.⁵⁸

Codes

De verantwoordelijkheid voor de mensenrechten ligt primair bij nationale staten. Bedrijven zijn niet wettelijk verplicht de internationale mensenrechtenverdragen na te leven, al kan soms wel worden gesproken van een maatschappelijke of burgerlijke verantwoordelijkheid. Zo roept de Universele

⁵⁷ Amnesty International en Pax Christi, *Multinationale ondernemingen + Mensenrechten*, Amsterdam/Utrecht, 1999, p. 31.

⁵⁸ Idem, p. 32

Verklaring van de Rechten van de Mens "ieder individu en elk orgaan van de gemeenschap" op te streven naar het bevorderen van "de eerbied voor deze rechten en vrijheden"⁵⁹. Ondernemingen lijken in toenemende mate deze oproep serieus te nemen, onder meer door het invoeren van een gedragscode. Naast bedrijfscodes hebben ook internationale organisaties, zoals ICC, OESO en de VN richtlijnen uitgevaardigd. Zo riep voormalig VN Secretaris-Generaal, Kofi Annan, bedrijven op:

- om binnen hun invloedssfeer de naleving van de internationale mensenrechten te bevorderen en te respecteren, en
- zeker te stellen dat hun eigen bedrijfsorganisaties niet betrokken zijn bij schendingen van de mensenrechten.

3. Schendingen van mensenrechten en het bedrijfsleven

Het bedrijfsleven wordt regelmatig geconfronteerd met schendingen van mensenrechten. Vaak is sprake van een *indirecte* relatie tussen de schendingen en het handelen van de onderneming. Soms, echter, is het beleid of het handelen van bedrijven *direct* aanleiding of oorzaak van het schenden van mensenrechten.

Directe relatie

Het doen en laten van bedrijven vormt soms een directe aanleiding of oorzaak van mensenrechtenschendingen. Dit doet zich onder meer voor indien een onderneming een werknemer aangeeft bij de politie wegens een voor westerse begrippen relatief onschuldig vergrijp in de wetenschap dat dit vergrijp in het betreffende land leidt tot lijfstraffen of erger. Een ander voorbeeld doet zich voor als de bescherming van medewerkers en eigendommen van de onderneming door veiligheidspersoneel of politie mensenrechtenschendingen tot gevolg heeft. Ook kan sprake zijn van een directe relatie door levering van instrumenten, waaronder wapens, aan een regime dat daarmee haar schendingen voltrekt.

Indirecte relatie

Veel vaker komt het voor dat er een indirecte relatie bestaat tussen de schendingen van mensenrechten en het handelen van de onderneming. Zo komt het nogal eens voor dat een onderneming zaken doet met een regime dat bekend staat om haar mensenrechtenschendingen. China is waarschijnlijk het meest besproken voorbeeld, maar ook elders in Zuidoost-Azië, Afrika of Zuid-Amerika raken ondernemingen indirect betrokken bij dergelijke schendingen.

Ook kan er sprake zijn van indirecte betrokkenheid indien ondernemingen door de relatie met een toeleverancier die direct de mensenrechten schendt. Voorbeelden zijn te vinden op uiteenlopende terreinen van kinderarbeid tot slavernij en van het onthouden van een 'living wage' tot het werken onder zeer ongezonde en onveilige omstandigheden.

4. Hoe om te gaan met schendingen van mensenrechten?

A. Vaststellen van betrokkenheid

Ondernemingen zijn vaak in verschillende mate betrokken bij schendingen van mensenrechten. Gedacht kan worden aan een onderverdeling in drie gradaties:

1. Substantiële betrokkenheid
2. Niet-substantiële betrokkenheid
3. Geen betrokkenheid

Het navolgende bevat een voorstel voor het operationaliseren van de genoemde gradaties. Vanzelfsprekend zijn er ook andere operationaliseringën mogelijk.

Ad 1. Substantiële betrokkenheid

Een onderneming is substantieel betrokken bij het schenden van mensenrechten indien zich één of meerdere van de volgende situaties voordoen:

⁵⁹ VN Algemene Vergadering, Resolutie 217 (III), 10 december 1948

- De onderneming heeft een vestiging in of onderhoudt economische betrekkingen met een land dat officieel wordt geboycot door de internationale gemeenschap vanwege het schenden van de mensenrechten.
- De onderneming geeft direct aanleiding tot of is de oorzaak van schendingen van de onvervreembare mensenrechten door managers of medewerkers van de onderneming, dan wel door personen of instanties die in directe opdracht van de onderneming handelen⁶⁰.
- De onderneming vormt de directe aanleiding of oorzaak van schendingen van de onvervreembare mensenrechten door het leger, de politie of para-militaire groeperingen die rechtstreeks hun bevelen ontvangen van het zittende regime.

Een goed voorbeeld vormt hier het handelen van een oliemaatschappij in Nigeria in 1990. Een melding van ongeregelheden aan de Nigeriaanse autoriteiten leidde in dat jaar tot een bloedbad in Umuechem. Mede naar aanleiding van deze gebeurtenissen heeft de betrokken onderneming enige jaren later haar beleid gewijzigd. De onderneming baseert haar handelen tegenwoordig op de UN Basic Principles on the Use of Force and Firearms en op de UN Code of Conduct for Law Enforcement Officials.

- De onderneming levert instrumenten, waaronder wapens, aan het regime of daaraan gelieerde bedrijven of instellingen – zoals leger, politie, of para-militaire groeperingen – waarbij een rechtstreeks verband kan worden aangetoond met de schendingen van de onvervreembare mensenrechten.

Ad 2. Niet-substantiële betrokkenheid

Een onderneming is niet-substantieel betrokken bij het schenden van mensenrechten indien zich één of meerdere van de volgende situaties voordoet:

- De onderneming onderhoudt economische banden met een regime waarvan Amnesty International en/of Human Rights Watch en/of een andere internationaal erkende NGO heeft vastgesteld dat het regime de onvervreembare mensenrechten schendt.
- De onderneming geeft direct aanleiding tot of is de oorzaak van schendingen van de mensenrechten, niet-zijnde de onvervreembare mensenrechten, door managers of medewerkers van de onderneming, dan wel door personen of instanties die in directe opdracht van de onderneming handelen.
- Er is sprake van een incidentele schending van mensenrechten door de onderneming. Van een patroon van schendingen is geen sprake.

In alle overige gevallen is geen sprake van betrokkenheid van ondernemingen bij het schenden van de burger- en politieke mensenrechten.

B. Van directe betrokkenheid naar actieve verantwoordelijkheid

Afhankelijk van de aard van de betrekkingen die een onderneming onderhoudt met een land, heeft zij in meerdere of mindere mate een verantwoordelijkheid voor het tegengaan van schendingen van de burger- en politieke mensenrechten. Het is dan ook mogelijk om - afhankelijk van de situatie waarin ondernemingen zich bevinden - een relatieve vergelijking te maken tussen ondernemingen. Voorwerp van vergelijking is dan de mate waarin een onderneming haar risico's om betrokken te raken bij schendingen van de mensenrechten beheerst en heeft ingeperkt. Dat kan onder meer door het hebben van:

- beleidsuitgangspunten;
- een operationeel beleid dat invulling geeft aan deze uitgangspunten;
- adequate procedures voor het managen van relevante problemen en vraagstukken;
- informatiesystemen die uitvoering van beleid en procedures monitoren;
- een regelmatige terugkoppeling naar het management; en
- (publieke) rapportages.

Bedrijven die geen maatregelen hebben getroffen gericht op het beheersen en inperken van de problematiek, hebben een achterstand op hun concurrenten die dat wel hebben gedaan.

⁶⁰ Als voorbeeld van dit laatste geldt hier het inhuren van veiligheids personeel dat vervolgens hetzij zelfstandig, hetzij via het inschakelen van politie of leger in een land, bijdraagt aan het schenden van mensenrechten.

C. Conclusies verbinden aan de mate van betrokkenheid

Op grond van de criteria en de beschikbare informatie over het doen en laten van een onderneming kunnen (voorlopige) conclusies worden getrokken ten aanzien van de mate van betrokkenheid bij een criterium en de gevolgen die beleggers daaraan zouden kunnen verbinden. Deze conclusies zijn echter niet meer dan een voorstel, een 'werkhypothese'. Deze hypothese luidt:

bedrijven worden onderwerp van dialoog (engagement) of worden direct uitgesloten uit het beleggingsuniversum, indien zij 'substantieel betrokken' zijn bij schendingen van mensenrechten en niet voor pardonnering in aanmerking komen.

De mogelijkheid en wenselijkheid van pardonnering wordt hierna uitgewerkt.

D. Pardonnering en verjaring

Een bedrijf dat betrokken is bij het schenden van mensenrechten treft niet altijd blaam. Een onderneming kan er namelijk alles aan gedaan hebben wat binnen haar mogelijkheden ligt om mensenrechtenschendingen te voorkomen. Soms zijn er goede gronden om een onderneming te pardonneren voor haar (indirecte) betrokkenheid. Het vaststellen van de betrokkenheid van een onderneming bij het schenden van de mensenrechten leidt derhalve niet noodzakelijk tot uitsluiting uit het beleggingsuniversum.

Een betrokken onderneming zou kunnen worden gepardonneerd of vrijgepleit indien zij expliciet kan aantonen alles gedaan te hebben wat in haar mogelijkheden lag om de betrokkenheid bij de schendingen van mensenrechten te mitigeren. In concreto betekent dit dat de onderneming moet kunnen aantonen dat zij beschikt over:

- een gedragscode waarin expliciet aandacht wordt besteed aan het vraagstuk van de mensenrechten;
- een programma gericht op:
 - het tegengaan van de uitgesloten gedragingen;
 - het adequaat opleiden en trainen van managers en (ingehuurde) medewerkers;
 - het nemen van maatregelen in het geval overtredingen worden geconstateerd;
 - het voeren van overleg met NGO's ter zake van de mensenrechten;
- een publiek rapport over haar programma en de resultaten daarvan – waaronder het aantal overtredingen en de getroffen sancties.

Naast pardonnering kan er ook sprake zijn van verjaring van de betrokkenheid bij mensenrechten. Indien de erkenning, schikking of veroordeling, bijvoorbeeld, meer dan 5 jaar geleden heeft plaatsgevonden en de onderneming sindsdien niet meer in opspraak is geraakt wordt de onderneming dit feit niet langer aangerekend. Substantiële betrokkenheid of een ernstige vermoeden daarvan bij een andere gedraging dan de gedraging waarvoor de onderneming in het verleden in opspraak is geraakt, kan als een nieuw geval worden aangemerkt en op zijn eigen merites worden beoordeeld.

Afrondend

In het voorgaande is getracht om op een systematische wijze een maatschappelijk criterium te operationaliseren. Het geven van een definitie, het omschrijven van indicatoren en het aangeven van maatstaven zijn vereist voor alle criteria die een belegger wenst te hanteren. Zonder een goede operationalisering blijft het beleggen op grond van een sociaal, maatschappelijk, ethisch of milieucriterium in de lucht hangen en dreigt er willekeur te ontstaan. Van dienstverleners op het terrein van verantwoord beleggen mag worden verwacht dat zich tijdig en adequaat kunnen verantwoorden voor de gekozen operationalisering. Met minder hoeft een belegger geen genoegen te nemen.

Bijlage II.3 De selectie van dienstverleners en een overzicht van netwerken

De Praktische Commissie wenst in het onderstaande overzicht pensioenfondsen te ondersteunen bij het selecteren van de juiste dienstverleners. Het belangrijkste advies dat wij pensioenfondsen echter meegeven is dat de fondsen – alvorens zich te wenden tot externe dienstverleners – bezinnen op de vraag:

‘Waar heeft het pensioenfonds behoefte aan bij de ontwikkeling van, de besluitvorming over en de implementatie van verantwoord beleggen?’

Aanbieders hanteren namelijk verschillende definities, modellen of invullingen van verantwoord beleggen. Pas als een pensioenfonds nauwkeurig weet wat het wil, kunnen desgewenst externe dienstverleners worden ingeschakeld. Onderstaand schetst de commissie een weg waarlangs pensioenfondsen kunnen komen tot de selectie van goede externe dienstverleners, zonder een lijst te publiceren met gekwalificeerde dienstverleners⁶¹. Een pensioenfonds dat externe dienstverleners wenst te engageren kan de volgende stappen in overweging te nemen:

1. **Collegiale consultatie**

Collegiale consultatie is het raadplegen van pensioenfondsen die reeds een selectieproces hebben doorlopen. Het verdient aanbeveling om zorgvuldig vast te stellen wie tot de ‘peer group’ behoort en wie niet. Grote, zelfbeleggende pensioenfondsen hebben veelal andere behoeften dan pensioenfondsen die hun vermogen hebben ondergebracht bij een externe dienstverlener. Dat kan eenvoudig door het bezoeken van de websites, al moet worden gezegd dat Nederlandse pensioenfondsen nog maar mondjesmaat gebruik maken van de digitale snelweg om informatie te verstrekken⁶².

2. **Raadpleging vermogensbeheerder**

Het heeft vooral zin om uw vermogensbeheerder te raadplegen indien het pensioenfonds helder heeft vastgesteld wat het verstaat onder verantwoord beleggen en hoe het hier invulling aan wenst te geven.

3. **Adviseurs**

De commissie adviseert pensioenfondsen naast de vaste adviseur waarmee een fonds werkt, ook andere consultants te raadplegen over verantwoord beleggen. Er blijken duidelijke verschillen aanwezig in de kennis en expertise waarover adviseurs beschikken.

Enkele externe netwerken en bronnen ter raadpleging

Netwerken verantwoord beleggen

1. Principles for Responsible Investments (PRI) – www.unpri.org
The Principles for Responsible Investment are a set of voluntary and aspirational principles. They provide a menu of possible actions for incorporating ESG issues into mainstream investment decision-making and ownership practices.
2. Enhanced Analytics Initiative (EAI) – www.enhancedanalytics.com
The Enhanced Analytics Initiative is an international collaboration between asset owners and asset managers aimed at encouraging better investment research, in particular research that take account of the impact of extra-financial issues on long-term investment. The Initiative incentivises research providers to compile better analysis of extra financial issues *within* mainstream research.

⁶¹ Het onderscheiden en selecteren van dienstverleners met een bonafide aanbod op het terrein van verantwoord beleggen valt buiten het mandaat van de commissie.

⁶² De koepelorganisaties zijn voornemens op korte termijn voor hun leden relevante informatie over het beleid, de implementatie daarvan en de verantwoording door pensioenfondsen over verantwoord beleggen digitaal beschikbaar te maken.

3. Investment fora

- a. European Social Investment Forum (Eurosif) – www.eurosif.org
Eurosif is a pan-European group whose mission is to Address Sustainability through Financial Markets. Current member affiliates of Eurosif include pension funds, financial service providers, academic institutes, research associations and NGO's.
- b. Social Investment Forum – www.socialinvest.org
The Social Investment Forum is a US national nonprofit membership association dedicated to promoting the concept and practice of Socially Responsible Investing. The Forum is made up of over 500 financial professionals and institutions.
- c. Asian Social Investment Forum (Asria) – www.asria.org
ASRIA is a not for profit, membership association dedicated to promoting corporate responsibility and sustainable investment practice in the Asia Pacific region.
- d. UK Social Investment Forum – www.uksif.org
The UK Social Investment Forum (UKSIF) is the UK's membership network for sustainable and responsible financial services. It promotes responsible investment to support sustainable economic development, enhance quality of life and safeguard the environment.
- e. Vereniging van Beleggers voor Duurzame Ontwikkeling (VBDO) – www.vbdo.nl
De VBDO is een vereniging van aandeelhouders en beleggers in Nederland die zich richt op duurzaamheid. Het doel van de VBDO is het behartigen van de belangen van institutionele en particuliere beleggers die wensen bij te dragen aan duurzame ontwikkeling.
- f. Swedish Social Investment Forum – www.swesif.org
SWESIF is an independent, non-profit forum for organizations that work with, or promote sustainable investment (SRI) in Sweden. SWESIF encourages the exchange of cutting edge information, ideas, and experiences with socially-responsible investment (SRI).
- g. Belgium Social Investment Forum – www.belsif.be
BELSIF, het 'Belgisch Forum voor Duurzaam en Maatschappelijk Verantwoord Investeren' is een vereniging zonder winstoogmerk die het duurzaam en maatschappelijk verantwoord investeren aanmoedigt, ondersteunt en promoot.
- h. Forum pour l'Investissement Responsable – www.frenchsif.org
To promote responsible investment concepts and practices, fund managers, specialised social and environmental analysts, consultants, trade unionists, academics, clergy and citizens gathered to create the French Social Investment Forum – French SIF. With a common goal, to ensure that more people invest based on the idea of social cohesion and sustainable development.

4. United Nations Environmental Program – Financial Institutions (UNEPFI) – www.unepfi.org
UNEP FI works closely with over 160 financial institutions who are signatories to the UNEP FI Statements, and a range of partners organizations to develop and promote linkages between the environment, sustainability and financial performance. Through regional activities, a comprehensive work programme, training programmes and research, UNEP FI carries out its mission to identify, promote, and realise the adoption of best environmental and sustainability practice at all levels of financial institution operations.

5. Expertise centra

- a. Interfaith Center on Corporate Responsibility (ICCR) – www.iccr.org
ICCR is an international coalition of 275 faith-based institutional investors including denominations, religious communities, pension funds, healthcare corporations, foundations, asset management companies, colleges, and dioceses. ICCR members are long-term investors for whom financial performance of their socially-screened portfolios is crucial to their investment strategy. They use the power of persuasion backed by economic pressure from consumers and investors to hold corporations accountable. They sponsor shareholder resolutions; meet with management; screen their investments; conduct public hearings; publish special reports; and sponsor letter writing campaigns.
- b. Just Pensions - www.uksif.org/pension-funds/just-pensions
Just Pensions is a programme of the UK Social Investment Forum (UKSIF). Just Pensions

aims to educate and influence UK pension funds and other institutional investors about the importance of international development issues in their practice of SRI.

- c. Mistra - www.mistra.org

The Foundation for Strategic Environmental Research, Mistra, supports strategic environmental research with a long-term perspective, aiming to solve major environmental problems. The main part of Mistra's funding is focused on broad-based interdisciplinary programs.

6. Overige relevante websites

- a. Social Funds News – www.socialfunds.com

- b. Clear Profit - www.clear-profit.com

- c. Europese Commissie

http://ec.europa.eu/employment_social/social_protection/pensions_en.htm

- d. IPE – www.ipe.com

- e. NPN - www.npn-online.com

Enkele andere interessante bronnen verantwoord beleggen

2007: How leading public pension funds are meeting the Challenge

www.unepfi.org/fileadmin/documents/infocus.pdf

De kracht van pensioenfondsen

<http://www.corporate-engagement.com/index.php?pageID=1881&n=327&itemID=212862>

EuroSif: The 2006 European SRI Study

http://www.eurosif.org/media/files/eurosif_sristudy_2006_complete

Freshfield rapport (UNEP FI)

www.unepfi.org/fileadmin/documents/freshfields_legal_resp_20051123.pdf

Handbook on active share ownership – Eurosif

http://www.vbdo.nl/producten_diensten/publicaties_beleggen/24/

Handreiking Duurzaam Beleggen voor Pensioenfondsen - VBDO & Eurosif

http://www.vbdo.nl/files/download/25/Handreiking_pensioenfondsen.pdf

PRI Report on Progress 2007

<http://www.unpri.org/report07/>

PRIME Toolkit (Eurosif en Bellagio)

www.eurosif.org/content/download/601/3633/version/1/file/009_eurosif-PRIME-PR.pdf

René Maatman: Pensioenfonds als vermogensbeheerder

[http://www.npn-](http://www.npn-online.com/news/fullstory.php/aid/43/R.J._Maatman:_Het_pensioenfonds_als_.html)

[online.com/news/fullstory.php/aid/43/R.J. Maatman: Het pensioenfonds als .html](http://www.npn-online.com/news/fullstory.php/aid/43/R.J._Maatman:_Het_pensioenfonds_als_.html)

Rob Bauer (ECCE)

[http://www.corporate-](http://www.corporate-engagement.com/index.php?pageID=1884&weblogID=5&messageID=6599&n=328)

[engagement.com/index.php?pageID=1884&weblogID=5&messageID=6599&n=328](http://www.corporate-engagement.com/index.php?pageID=1884&weblogID=5&messageID=6599&n=328)

Transparency Guidelines for the retail SRI Fund Sector – Eurosif

http://www.vbdo.nl/producten_diensten/publicaties_beleggen/28/

VBA / Nyenrode: Tussen meerwaarde en moraal

http://www.nyenrode.nl/download/eibe/tussen_meerwaarde_en_moraal.pdf

VBA katern 11: Institutioneel duurzaam vermogensbeheer in Nederland

<http://www.sustainability-in-finance.com/vba-cdb.pdf>

VBDO - Duurzaam Sparen en Beleggen in Nederland 1987 – 2006

http://www.vbdo.nl/files/download/72/Duurzaam_Sparen_en_Beleggen_in_Nederland_1987_-_2006.pdf

VBDO 2007 - voting on sustainability by Dutch institutional investors

http://www.vbdo.nl/producten_diensten/publicaties_beleggen/19/

UNEP Principles for Responsible Investing

<http://www.unpri.org/>

ABI: Guidelines On Environmental Management And Reporting

<http://www.abi.org.uk/forge/ForgeText.htm>

European Centre for Corporate Engagement (ECCE)

<http://www.corporate-engagement.com/>

Nederlandse corporate governance code: Code Tabaksblat

http://nl.wikipedia.org/wiki/Code_Tabaksblat

Presentaties start praktische commissie

<http://www.corporate-engagement.com/index.php?pageID=1884&weblogID=5&messageID=6518&n=328>

Anti- personeelsmijnen

http://www.europarl.europa.eu/pv2/pv2?PRG=CALDOC&FILE=960314&LANGUE=NL&TPV=DEF&LA-STCHAP=6&SDOCTA=11&TXTLST=1&Type_Doc=FIRST&POS=1

Convention on Biological Diversity

<http://www.cbd.int/default.shtml>

Kyoto Montreal protocol

http://en.wikipedia.org/wiki/Kyoto_Protocol

Duurzaam Geld Gids

http://www.duurzaam-ondernemen.nl/index.html?http://www.duurzaam-ondernemen.nl/detail_page.phtml?page=dggids

DATA bij PRI Report on Progress 2007

<http://www.unpri.org/report07/>

WWW Virtual Library Sustainable Development

www.ulb.ac.be/ceese/meta/sustvl.html

SRI studies

www.sristudies.org

SRI Notes

<http://srinotes.blogspot.com>

Een pensioenfonds dat deze bronnen raadpleegt, zal merken dat diverse dienstverleners zich breed oriënteren en profileren op het terrein van verantwoord beleggen. Niet alleen bieden de dienstverleners producten aan, maar zij plaatsen hun dienstverlening veelal in een breder kader, bijvoorbeeld, door lid te worden van (meerdere) netwerken. Ook werken diverse dienstverleners mee aan de verdere uitbouw van initiatieven zoals EAI of PRI.

Daarnaast kan een pensioenfonds informatie inwinnen over het draagvlak voor verantwoord beleggen en ondernemen binnen de totale organisatie van de dienstverlener. Daarvoor kan het pensioenfonds onder meer te rade gaan bij netwerken voor verantwoord ondernemen, maar ook bij enkele indices op het gebied van verantwoord beleggen⁶³.

Netwerken verantwoord ondernemen

1. CSR Europe - www.csreurope.org
CSR Europe is the leading European business network for corporate social responsibility with over 60 leading multinational corporations as members. Since its inception in 1995 the mission of CSR Europe has been to help companies integrate corporate social responsibility (CSR) into the way they do business, every day.
2. BSR - www.bsr.org
Business for Social Responsibility (BSR) provides socially responsible business solutions to many of the world's leading corporations. Headquartered in San Francisco and with offices in Europe and China, BSR is a nonprofit business association that serves its 250 member companies and other Global 1000 enterprises.
3. Conference Board - www.conference-board.org
The Conference Board is the world's preeminent business membership and research organization. The Conference Board provides its members — top executives and industry leaders from the most respected corporations in the United States and around the world —

⁶³ De commissie merkt op dat de verwijzing naar verantwoorde indexen geen aanbeveling inhoudt om deze te hanteren als operationalisering van 'verantwoord beleggen'. De indexen zijn bruikbaar als middel om vast te stellen welke (financiële) ondernemingen op een meer dan gemiddelde wijze invulling geven aan 'verantwoord ondernemen'.

with vital business intelligence and forward-looking best practices. At the same time, The Conference Board promotes confidence in the free enterprise system by shaping the values critical to ethical business performance.

4. Global Compact - www.unglobalcompact.org
The Global Compact is a framework for businesses that are committed to aligning their operations and strategies with ten universally accepted principles in the areas of human rights, labour, the environment and anti-corruption. As the world's largest, global corporate citizenship initiative, the Global Compact is first and foremost concerned with exhibiting and building the social legitimacy of business and markets.
5. World Business Council for Sustainable Development - www.wbcasd.org
The World Business Council for Sustainable Development (WBCSD) is a CEO-led, global association of some 200 companies dealing exclusively with business and sustainable development.

Bijlage II.4 Verantwoord Beleggen: Rendement en Risico

Prof. Dr. Rob Bauer
European Centre for Corporate Engagement (ECCE)
Universiteit Maastricht

1. Inleiding

Deze bijdrage gaat over de invloed van verantwoord beleggen op het risico en rendement van de beleggingen van pensioenfondsen. Wij borduren in deze beschouwing voort drie verschijningsvormen van verantwoord beleggen:

- a. zaken die het fonds wenst te vermijden door het uitsluiten van ondernemingen die niet beantwoorden aan door het bestuur vastgelegde ESG-criteria,
- b. zaken die het fonds wenst te bevorderen door ESG-informatie te hanteren bij de selectie van investeringen teneinde het rendement-risicoprofiel (RRP) van de beleggingsportefeuille te verbeteren, en
- c. het gebruik van aandeelhoudersrechten, waaronder het stemrecht en het recht om invloed uit te oefenen op de leiding van de onderneming.

De centrale vraag van deze bijdrage luidt:

Wat is de (mogelijke) invloed van verantwoord beleggen op het rendement en risico van de beleggingsportefeuille van pensioenfondsen?

In paragraaf 2 wordt voor elke verschijningsvorm een beknopte analyse gemaakt van de mogelijke gevolgen van een ESG-beleid op de beleggingsresultaten van een pensioenfonds. Zowel de integratie van kenmerken op het gebied van milieu (E) en sociaal (S) als kenmerken op het gebied van goed bestuur (G) worden in beschouwing genomen. In paragraaf 3 verbreden we de discussie naar andere beleggingscategorieën. Paragraaf 4 vat samen en inventariseert de implicaties voor beleggers.

2. Rendement en risico

2.1 Zaken die u wenst te mijden

Indien een pensioenfonds niet betrokken wenst te zijn bij gedragingen of activiteiten van ondernemingen, overheden en andere entiteiten waarin het investeert, kan het fonds een uitsluitingsbeleid voeren. In het navolgende beperken wij ons tot het bespreken van de effecten op de aandelenportefeuilles. In paragraaf 3 gaan we in op de overige beleggingscategorieën.

Welke invloed heeft een uitsluitingsbeleid gebaseerd op ESG-criteria op de prestaties van de (totale) portefeuille van een beleggingsfonds? De academische wereld heeft zich in de afgelopen jaren in toenemende mate op deze vraag gestort. Op voorhand moet worden opgemerkt dat het systematisch uitsluiten van ondernemingen met een slechte governance hoegenaamd niet voorkomt. Dat betekent dat we ons in het navolgende vooral richten op uitsluitingen van ondernemingen op grond van sociale, ethische en milieucriteria.

In een recent onderzoek bestuderen Geczy, Stambaugh en Levin (2005) het mogelijke nutverlies voor de belegger als gevolg van de restrictie van het beleggingsuniversum (door toepassing van SRI screens). Geczy et al. (2005) concluderen dat beleggers met een rotsvast geloof in efficiënte markten naar verwachting weinig te duchten hebben van beperkte restricties van het beleggingsuniversum. Voor die groep beleggers geldt dat de rendement- en risicokenmerken van uitgesloten ondernemingen redelijk eenvoudig nagebootst kunnen worden door het toevoegen van andere ondernemingen in het beschikbare universum. Te drastische en systematische uitsluiting als gevolg van een uitgebreide set van zeer strikte ethische normen, bijvoorbeeld door het uitsluiten van alle ondernemingen die in meer of mindere mate wapens produceren of leveren aan wapenproducenten, kan leiden tot inefficiënte portefeuilles. De situatie is anders bij beleggers die

ex ante overtuigd zijn van hun actieve selectievaardigheden (skill). Zij voelen een beperking (disnut) als gevolg van de inperking van het universum. Ze kunnen immers niet langer optimaal gebruik maken van hun toegevoegde waarde. Als bijvoorbeeld een portefeuillemanager, gespecialiseerd in de actieve selectie van defensieaandelen, niet meer mag beleggen in de defensiesector, dan kan hij zijn volledige potentieel niet meer laten zien. De bijdrage van Geczy et al. (2005) impliceert dat de strategische visie van een pensioenfonds op actief beleggen wezenlijk is bij het vaststellen van de wenselijkheid van een uitsluitings- of opschortingenbeleid. Een pensioenfonds met een overwegend passief beleid hoeft naar verwachting als gevolg van beperkte uitsluiting geen negatieve effecten te verwachten op het rendement-risicoprofiel van de portefeuille. Heeft het fonds echter een groot vertrouwen in de toegevoegde waarde van haar (externe) vermogensbeheerders, dan kan een te strikt uitsluitingenbeleid mogelijk contraproductief werken.

Andere empirische studies geven aan dat verantwoorde beleggingsfondsen, d.w.z. beleggingsfondsen gebaseerd op een vorm van ESG-screening, hetzelfde niveau van portefeuillediversificatie hebben en gelijkwaardige rendementen. Een voorbeeld hiervan is het onderzoek van Bauer, Koedijk en Otten (2005) dat laat zien dat zogenoemde verantwoorde of duurzame beleggingsfondsen (SRI mutual funds) niet beter of slechter presteren dan conventionele beleggingsfondsen die niet expliciet rekening houden met ESG-factoren. Bello (2005) toont aan dat duurzame beleggingsfondsen en conventionele fondsen min of meer hetzelfde diversificatieniveau hebben en gelijkwaardige langetermijn rendementen. Voor beide studies geldt overigens dat zowel verantwoorde als conventionele beleggingsfondsen slechter presteren dan de beurs als geheel. Een onderzoek van Schroeder (2007) inventariseert de prestaties van duurzame indices (bijvoorbeeld de FTSE4Good). In het algemeen presteren deze indices – die een actieve selectie maken uit het totaal beschikbare aandelenuniversum – in rendementstermen niet minder dan reguliere indices (bijvoorbeeld de Morgan Stanley Capital International index). Bij sommige indices is echter wel sprake van een enigszins hoger risico. Enige terughoudendheid bij de interpretatie van de bovenstaande onderzoeken naar verantwoorde beleggingsfondsen en indices is wenselijk. Slechts een beperkt deel van de onderzochte beleggingsfondsen hanteert daadwerkelijk een stringent uitsluitingenbeleid. Andere fondsen kiezen bijvoorbeeld bewust voor een 'best-in-class' strategie of positieve selectie. Conclusies over de invloed van een bepaalde vorm van uitsluitingenbeleid kunnen dus op grond van deze onderzoeken moeilijk getrokken worden.

Ten slotte nog een relativerende opmerking over actief beleggingsbeleid in het algemeen: elke portefeuillemanager van een actieve portefeuille kiest in wezen ook voor een vorm van uitsluitingsbeleid, alleen gebeurt dat op andere dan ESG-gronden. Een groot deel van het beleggingsuniversum wordt immers uitgesloten omdat hij verwacht dat deze ondernemingen relatief minder zullen renderen dan de benchmark. Natuurlijk kan de portefeuillemanager die ondernemingen op basis van financiële overwegingen later weer toevoegen, maar feit blijft dat een actieve portefeuille op enig moment een bepaalde deelverzameling van de index uitsluit. De mate waarin portefeuillemanagers van actieve aandelenportefeuilles in staat zijn om daadwerkelijk de index systematisch te verslaan door dit 'dynamische uitsluitingsbeleid' is in de beleggingsliteratuur uitvoerig bestudeerd. Studies van Malkiel (1995) en Gruber (1996) tonen onomstotelijk aan dat managers van actieve beleggingsfondsen in de regel niet in staat zijn om de benchmark systematisch te verslaan. Sterker nog, na kosten blijkt een significante underperformance van plusminus 1,0% per jaar. De volgende vraag rijst: welk uitsluitingsbeleid heeft nu grotere gevolgen voor de belegger? Een beperkt uitsluitingsbeleid toegepast op een overigens passieve beleggingsstrategie of een systematisch slechter presterende actieve portefeuille?

In de praktijk sluiten pensioenfondsen zelden of nooit hele sectoren van de economie uit van hun beleggingen. Het bewust beëindigen of opschorten van beleggingen in individuele ondernemingen komt daarentegen wel voor, maar heeft veel minder ingrijpende gevolgen. Zo heeft het Noorse Petroleumfonds – via haar vermogensbeheerder Norwegian Bank Investment Management – de investering in zo'n 25 ondernemingen opgeschort tot deze ondernemingen voldoen aan de financiële en ESG-criteria van het fonds. Het gaat hier overwegend om producenten van clusterbommen en landmijnen, al wordt ook vanwege ethische- en milieugronden niet belegd in enkele multinationals uit andere sectoren. Op basis van bovengenoemde studies kan worden aangenomen dat het fonds geen negatieve invloed op het rendement-risico profiel hoeft te

verwachten. Een ander voorbeeld is de uitsluiting van ondernemingen die zeer actief waren in Zuid-Afrika in de jaren 70 en 80 (Munnell, 2007). Beleggers die Zuid-Afrikaanse ondernemingen uitsloten presteerden zelfs beter dan beleggers die geen uitsluitingen hanteerden. De reden was echter dat ondernemingen met een link naar Zuid-Afrika doorgaans zeer groot waren en dat de portefeuilles met uitsluiting dus een relatief hoge weging hadden in small cap aandelen. Deze presteerden in de onderzoeksperiode (1960-1983) beduidend beter dan large cap aandelen (vgl. Grossman and Sharpe, 1986).

De lessen die we kunnen leren uit de bovenstaande onderzoeken is dat elk uitsluitingsbeleid voordat het wordt geïmplementeerd, moet worden getoetst op de invloed die het heeft op de risicofactoren die de rendementen van aandelen op de beurs bepalen. Het op voorhand uitsluiten van een groot aantal ondernemingen in een universum vanwege het feit dat deze ondernemingen deel uitmaken van een bepaalde bedrijfstak, zoals olie en gas, luchtvaart of chemie, of de genotsmiddelensector kan – indien ondoordacht uitgevoerd – leiden tot een drastische reductie van het aantal ondernemingen in het beleggingsuniversum. Er is dus minder keuze voor de portefeuille manager en dat kan de efficiëntie van zijn portefeuille in gevaar brengen. Een beperkt uitsluitingsbeleid, zoals het uitsluiten van een klein aantal ondernemingen uit een (wereld)aandelenindex, hoeft daarentegen naar verwachting geen negatieve effecten te hebben als er voldoende rekening wordt gehouden met de risicofactoren bij het construeren van de portefeuille. Sinds de opkomst van de moderne risicomodellen en -software (Barra, Northfield, etc.) is deze taak steeds eenvoudiger. Het spreekt vanzelf dat deze opgave moeilijker wordt, naarmate meer ondernemingen worden uitgesloten. Voor een actieve portefeuille manager, bijvoorbeeld een belegger die een dynamische sectorallocatie uitvoert, wordt het moeilijker om al zijn kennis in de portefeuille te laten neerslaan. Dat kan zijn rendement negatief beïnvloeden, tenminste als hij ex ante in staat is de benchmark systematisch te verslaan.

2.2 Zaken die u wenst te bevorderen

De integratie van extrafinanciële informatie in het reguliere beleggingsproces staat minder ter discussie. Er is geen sprake van een restrictie, maar van de mogelijkheid (kans) om een stuk extrafinanciële informatie mee te nemen in het beslissingsproces. Voorstanders pakken dit op en tegenstanders hebben de keuze om dit niet te doen. Relatief weinig portefeuille managers integreren deze informatie expliciet in hun beleggingsproces. Dit vindt zijn oorsprong in het feit dat er in de wetenschappelijke wereld geen consensus is over de toegevoegde waarde voor de belegger. Tegenstanders (o.a. Milton Friedman, 1970) wijzen op de onduidelijke focus van een onderneming indien zij zich zowel richt op winst maken als op andere, meer nobele doelen als maatschappelijk verantwoord ondernemen. Beleggers in die ondernemingen zullen in hun ogen geconfronteerd worden met lagere rendementen vanwege de directe en indirecte kosten die gepaard gaan met de aandacht voor verantwoord ondernemen. Voorstanders (o.a. Michael Porter, 1995) daarentegen zien reputatie- en concurrentievoordelen voor ondernemingen die hoog scoren op ESG-factoren. Zij verwachten dat dergelijke ondernemingen innovatiever zijn en betere relaties met stakeholders onderhouden. Het gevolg hiervan is dat vermogensverschaffers naar verwachting minder risicopremie eisen hetgeen resulteert in lagere financieringskosten voor de onderneming. Beleggers profiteren hier uiteindelijk van, aangezien deze informatie waarschijnlijk nog niet in de beurswaardering, c.q. koersen, is verwerkt. Deze voornamelijk theoretische beschouwingen uit de managementliteratuur gingen helaas niet vergezeld van fundamenteel en longitudinaal empirisch onderzoek, hetgeen een jarenlange patstelling tussen de beide kampen tot gevolg heeft gehad. Onderzoek naar verantwoord beleggen bleef nadrukkelijk een niche.

Wetenschappelijk onderzoek naar de effecten van corporate governance (G) wordt reeds enige tijd gepubliceerd⁶⁴. De meeste studies richten zich op het effect van corporate governance indicatoren op respectievelijk aandelenrendementen, de waardering van ondernemingen op de beurs en boekhoudkundige winstbegrippen. Pensioenfondsen zijn als langetermijn beleggers bij uitstek geïnteresseerd in de invloed van (G) op de prestaties van ondernemingen op lange termijn. Helaas heeft slechts een beperkt aantal studies een dergelijk lange horizon. Een uitzondering is het onderzoek van Gompers, Ishii en Metrick (2003), die de beschikking hadden over een voldoende

⁶⁴ Voor een uitvoerig overzicht van onderzoek naar de invloed van ESG-factoren op beleggingsportefeuilles zie o.a. Hummels en Bauer (2006) hoofdstuk 5 en Bauer, Frentrop, Günster en de Ruijter (2004).

grote steekproef (plusminus 1500 beursgenoteerde ondernemingen in de VS) met een tijdreeks van 10 jaar. In dit vaak geciteerde onderzoek analyseren zij de invloed van 24 mogelijke beschermingsconstructies op aandelenrendementen. Na correctie voor risico blijkt dat portefeuilles van goed geleide ondernemingen (i.c. geen beschermingsconstructies) jaarlijks maar liefst 8,5% meer rendement behaalden dan portefeuilles van slecht geleide ondernemingen (met veel barrières) in de periode 1990-1999. Bovendien zijn goed geleide ondernemingen doorgaans hoger gewaardeerd op de beurs, hebben zij hogere winstmarges en (boekhoudkundige) rendementen op het eigen vermogen. Soortgelijke onderzoeken in Europa en Japan van respectievelijk Bauer, Guenster en Otten (2004) en Bauer, Frijns, Otten en Tourani Rad (2007) documenteren vergelijkbare resultaten.

Recent onderzoek van Core, Guay en Rusticus (2006) toont echter aan dat de informatie met betrekking tot goed ondernemingsbestuur voor een groot deel verwerkt lijkt te zijn in de koersen. Bovendien argumenteren zij dat een groot deel van het rendement van de strategie gebaseerd op Gompers et al. (2003) te verklaren is door de internethype. Wanneer zij technologieaandelen buiten beschouwing laten, is de outperformance vele malen kleiner en statistisch insignificant. Cremers en Nair (2005) doen daar nog een schepje bovenop door aan te tonen dat de resultaten nogal gevoelig zijn voor de procedure van de portefeuilleconstructie.

Deze empirische onderzoeken tonen aan dat een ruime historie met informatie over corporate governance kenmerken noodzakelijk is voordat we ferme conclusies kunnen trekken. Zelfs in het geval dat de gegevens in ruime mate beschikbaar zijn, is terughoudendheid geboden. Concentratie van het grote aanbod van ratinginstituten en een verdere kwaliteitsverbetering zijn dan geen overbodige luxe. Wat ons betreft is de algemene conclusie van dit type onderzoek dat er op zijn minst geen negatief verband lijkt te bestaan tussen corporate governancekenmerken en (lange termijn) aandelenrendementen. Hoewel governance-informatie in toenemende mate direct of indirect wordt meegewogen in het beleggingsproces, ligt het niet voor de hand dat een eenvoudige strategie als louter het kopen van goed geleide ondernemingen in de komende jaren nog zal werken. Veeleer zullen (onverwachte) veranderingen in de kwaliteit van het bestuur van ondernemingen rendementen en risico's van beleggingen beïnvloeden.

Onderzoek op het gebied van de overige ESG-factoren (E en S) heeft een minder lange historie als het gaat om empirisch onderzoek naar de relatie met financiële prestaties van ondernemingen. De meeste studies kennen een management-strategische onderbouwing voor de integratie van duurzaamheid in de bedrijfsprocessen van ondernemingen. Het onderzoeksinstituut European Centre for Corporate Engagement (ECCE)⁶⁵ heeft twee studies gepubliceerd op basis van zogenoemde eco-efficiency data, een begrip uit het vakgebied milieumanagement. Beide studies verbinden de inzichten uit de theoretisch georiënteerde managementliteratuur met de performance- en risicometing uit de moderne financiering- en beleggingsliteratuur. Deze onderzoeken laten zien dat portefeuilles van ondernemingen met hoge scores op het gebied van eco-efficiency beter presteren dan portefeuilles van ondernemingen met lage scores. Deze resultaten veranderen niet na correctie voor marktrisico, beleggingsstijlen en sectoreffecten. Bovendien blijkt dat ondernemingen die laag scoren op eco-efficiency doorgaans laag gewaardeerd zijn op de beurs. De waardering van hoog scorende ondernemingen daarentegen is niet afwijkend van het gemiddelde. Het lijkt er dus op dat beleggers met name slecht presterende ondernemingen direct afstraffen en dat het langer duurt voordat het goede nieuws in de koersen is verwerkt. Dit is mogelijk een gevolg van de grotere aandacht die de pers heeft voor negatief nieuws omtrent een onderneming (bijvoorbeeld de ondergang van de Exxon Valdez en de daaruit resulterende, voor de onderneming zeer kostbare, milieugevolgen). Beleggers reageren blijkbaar direct op onverwachte negatieve informatie door hun inschatting van de toekomstige cashflows en risico's van de onderneming bij te stellen. Bij positief nieuws wordt eerst de kat uit de boom gekeken, maar uiteindelijk wordt de informatie opgenomen in de koersen van de onderliggende aandelen.

De bovenstaande voorbeelden geven aan dat aandelenbeleggers ofwel hogere rendementen kunnen behalen, of dat ze juist minder vatbaar zijn voor plotseling opduikend negatief nieuws over de onderneming indien ze relevante delen van de extrafinanciële informatie integreren in het

⁶⁵ Voor meer informatie over ECCE zie: www.corporate-engagement.com

beleggingsproces. Het is echter van belang te beseffen dat deze informatie naar verwachting slechts een beperkt deel van de verwachte rendementen zal verklaren. Niet elke informatie in het spectrum van ESG-factoren is relevant. De koers van een aandeel wordt voor het grootste deel verklaard door de winstgevendheid van ondernemingen die wederom een functie is van de kwaliteit van het management, de innovatiekracht, de operationele efficiency en de vooruitzichten voor de sector waarin de onderneming actief is en andere, soortgelijke indicatoren. Daarnaast impliceert een goede score van een onderneming op het gebied van ESG-factoren niet per definitie een goede belegging in die onderneming, aangezien eerst de vraag beantwoord dient te worden of de relevante extrafinanciële informatie al in de koers verwerkt is. Het ligt overigens voor de hand dat dit in vele gevallen niet het geval is, aangezien dit type informatie pas sinds korte tijd structureel beschikbaar is en door institutionele beleggers en analisten tot op heden zeer beperkt wordt ingezet in het beleggingsproces.

Een vaak geciteerde studie van McKinsey (2002) bevestigt dit beeld: 80% van de institutionele beleggers geeft aan bereid te zijn een premie te betalen voor aandelen van 'goed bestuurde' ondernemingen in ontwikkelde landen. Een recent onderzoek van Mercer Investment Consultants (2007) toont tevens aan dat pensioenfondsen in de Verenigde Staten ESG-factoren in toenemende mate integreren in hun beleggingsproces en het aanbod van financiële producten: een duidelijke aanwijzing voor een mogelijk 'early mover advantage'. De bovenstaande bevindingen zijn eveneens consistent met recente enquêtes van ECCE (2007) onder Europese institutionele beleggers, analisten (werkzaam bij brokers) en Europese large cap ondernemingen (zie Figuur 1, 2 en 3 in de Appendix: afkomstig uit ECCE-rapport van Jaworski, 2007). Analisten screenen ondernemingen vooral op 'corporate governance', en in mindere mate op ethische, sociale en milieuaspecten. Hoewel institutionele beleggers informatie over de corporate governance van ondernemingen eveneens het belangrijkste achten, vragen ze in toenemende mate om integratie van relevante ethische, sociale en milieu-informatie in fundamentele bedrijfsanalyses. Uit de enquête blijkt duidelijk dat brokers op dit moment niet in deze behoefte voorzien ondanks initiatieven als het Enhanced Analytics Initiative en de ondertekening van de Principles for Responsible Investing door een deel van hun klanten.

Impliciet testen de eerdergenoemde empirische onderzoeken de nulhypothese dat ESG-factoren geen rol spelen bij de waardering van aandelen op de beurs. De cruciale vraag is of ESG-informatie relevant is, en zo ja, verwerkt is in de koersen van beleggingsobjecten. Het alternatief is dat deze informatie niet relevant is voor de belegger omdat er geen relatie is, of omdat de ermee gepaard gaande risico's niet geprijsd worden. Volgens sommige studies zijn elementen van extrafinanciële informatie wel degelijk van invloed (enkele governance karakteristieken en bijvoorbeeld eco-efficiency), terwijl een groot aantal studies aangeeft weinig of geen relatie te vinden met ESG-factoren⁶⁶. Het is de verantwoordelijkheid van de portefeuille manager de steeds groter wordende stroom aan informatie over ondernemingen op zijn merites te beoordelen. Een recente, ludieke toevoeging aan de discussie is een artikel van Hong en Kacperczyk (2006) getiteld: *The Price of Sin*. De auteurs betogen dat beleggers die bereid zijn om aandelen aan te houden van ondernemingen die buiten de sociale norm vallen (zogenaamde 'sin stocks'), bijvoorbeeld ondernemingen die tabak of alcohol produceren, juist alleen bereid zijn deze aandelen aan te houden als ze een hoger rendement ontvangen. Deze vergoeding voor het aanhouden van minder liquide aandelen impliceert dat deze beleggers op lange termijn hogere rendementen halen.

Op basis van de huidige wetenschappelijke literatuur kan geen eenduidig beeld geformuleerd worden over welke factoren relevant zijn en welke niet. Voor- en tegenstanders kunnen altijd wel een studie citeren die hun gedachtegoed bevestigt. Voor een nadere uiteenzetting verwijzen wij onder meer naar Hummels en Bauer, 2006, Bauer, Frentrop, et al., ... ,Orlitzky, et al., en Margolis en Walsh.

2.3 Het inzetten van aandeelhoudersrechten

Engagement en proxy voting zijn relatief nieuwe strategieën die beleggers inzetten om het management van een onderneming te beïnvloeden. Dat heeft als nadeel dat er nog weinig onderzoek is verricht naar de effecten van beide strategieën op de risico's en rendementen van

⁶⁶ Zie Hummels en Bauer (2006, hoofdstuk 5).

ondernemingen, alsmede op het risico-rendementprofiel van beleggingen in die ondernemingen. Dat geldt al helemaal voor longitudinaal onderzoek, dat eenvoudigweg niet beschikbaar is.

Desalniettemin kan wel iets worden gezegd over de mogelijke effecten van engagement op de financiële performance van ondernemingen. Een aansprekend voorbeeld is het zogenaamde 'CalPERS-effect'. CalPERS publiceert reeds jaren een zwarte lijst met ondernemingen die in haar ogen slecht presteren op het gebied van corporate governance: de zogenaamde 'focus list of corporate laggards'. De jaren vóórdat deze bedrijven op de lijst werden geplaatst, presteerden ze ver beneden het beursgemiddelde. In de jaren na de openlijke bekendmaking dat deze ondernemingen bij CalPERS op de zwarte lijst staan, presteren ze ruim boven het gemiddelde. Kennelijk leidt deze vorm van engagement tot resultaten.

In toenemende mate vindt beïnvloeding plaats op het terrein van corporate governance, maar ook op sociaal, ethisch en milieuvlak. Kenmerkend voor deze strategie is het ontbreken van beperkingen die worden opgelegd aan de portefeuillemanagers in het samenstellen van hun portefeuilles. Sterker nog, men dient juist belegd te zijn in ondernemingen om gebruik te kunnen maken van de rechten die verbonden zijn met het aandeelhouderschap. Wel dient te worden geconstateerd dat het uitoefenen van het stemrecht en het aangaan van gesprekken met ondernemingen kosten met zich meebrengen. Die kosten leiden niet automatisch tot financiële tegenprestaties, al geeft het voorbeeld van CalPERS aan dat de kosten van engagement zeker geen weggegooid geld zijn.

3. Verbreding naar andere beleggingscategorieën

Een tweede element in de discussie is de reikwijdte van de ESG-factoren in het beleggingsspectrum. De aandacht in de praktijk en in de wetenschap gaat vooral uit naar aandelen, zoals ook bleek uit het ECCE-onderzoek van Hummels (2007). Uit oogpunt van consistentie zou dezelfde discussie gevoerd kunnen – en moeten – worden over beleggingen in, bijvoorbeeld, vastrentende waarden of onroerend goed. Helaas is er weinig empirisch onderzoek in deze beleggingscategorieën. Er zijn enkele uitzonderingen. Recent is er bijvoorbeeld aandacht besteed aan de relatie tussen governance karakteristieken (voornamelijk beschermingsconstructies) en bedrijfsobligaties (Cremers, Nair en Wei, 2007). Hieruit blijkt dat vreemd vermogen verschaffers lagere spreads (i.e. lagere risicopremies) eisen bij de aanwezigheid van beschermingsconstructies, terwijl een dergelijke aanwezigheid door aandeelhouders juist als negatief wordt ervaren (Gompers et al. 2003). Pensioenfondsen bezitten in de praktijk dikwijls zowel aandelen als bedrijfsobligaties van dezelfde onderneming. De uitvoering van hun corporate governance en engagementbeleid zou hiermee rekening moeten houden. Onderzoek naar de relatie tussen de spreads op bedrijfsobligaties en andere ESG-factoren staat nog in de kinderschoenen.

Ook de impact van extrafinanciële informatie op vastgoed is vrijwel niet onderzocht in de wetenschap behoudens enkele studies naar de governance structuur van REITs. Wij volstaan hier met de verwijzing naar een recente ECCE studie van Bauer, Eichholtz en Kok (2007)⁶⁷. In het geval van REITs (*real estate investment trusts*: genoteerd vastgoed) is het management verplicht om nagenoeg alle 'free cash flow' uit te keren aan de aandeelhouders. Dit impliceert dat managers van REITs relatief weinig speelruimte hebben om waarde van aandeelhouders naar zich toe te trekken. Uit een onderzoek naar de relatie tussen ISS⁶⁸ governance ratings van 220 US REITs, blijkt dat de waardering en de winstgevendheid van REITs niet gecorreleerd is met haar ISS governance ratings. Een soortgelijke analyse bij genoteerde large cap ondernemingen bevestigt het beeld dat Gompers et al. (2003) schetsen met betrekking tot aandelen. Bij reguliere (niet REIT) ondernemingen vinden de auteurs wel de positieve relatie tussen enerzijds winstgevendheid en waardering en anderzijds de governance score. In de markt zijn daarnaast talloze initiatieven om

⁶⁷ In deze working paper staan verwijzingen naar een beperkt aantal andere studies naar de governance structuur van REITs.

⁶⁸ Institutional Shareholder Services (ISS): een aanbieder van informatie op het gebied van verschillende governance kenmerken van een onderneming.

(E) en (S) te verwerken in vastgoedbeleggingsproducten, maar de wetenschappelijke grondslag ontbreekt grotendeels.

Een andere vorm van de integratie van ESG-factoren zijn de zogenoemde doelbeleggingen. Anders dan bij aandelenbeleggingen, respectievelijk vastrentende beleggingen, gaat het bij doelbeleggingen om directe investeringen in bijvoorbeeld bosbouwprojecten, 'climate change' en 'clean-tech' projecten of investeringen in microfinancieringsinstellingen. Het zijn juist de pensioenfondsen die voorop lopen met aanzienlijke investeringen in deze projecten. Omdat het hier investeringen betreft in niet-transparante markten, projecten en ondernemingen, kunnen beleggers die tijdig over goede informatie beschikken, goede rendementen behalen op hun investeringen. Deze beleggingen beogen niet alleen bij te dragen aan het vergroten van de diversificatie van de totale beleggingsportefeuille en het behalen van goede absolute rendementen, ze doen dat ook op een wijze die bijdraagt aan maatschappelijke doelen. Wetenschappelijk onderzoek naar de risico's en rendementen van deze nieuwe categorie beleggingen is op dit moment nog niet voorhanden. Daarvoor is de historie van deze beleggingen nog te kort. Een beleggingscategorie als microfinancieringen – voor zover zelfs gesproken mag worden van een beleggingscategorie – kenmerkt zich sterk door een mandaatgedreven karakter. In de sfeer van de fondsen is nog niet eens een handvol fondsen beschikbaar dat beantwoordt aan de eisen en behoeften van institutionele beleggers. Iets vergelijkbaars doet zich voor ten aanzien van investeringen in bosbouw, alternatieve energie en schone technologie, met dien verstande dat het aanbod aan fondsen hier iets groter is.

4. Implicaties voor de belegger

- a. De fiduciaire plicht van het bestuur van een pensioenfonds komt niet in gevaar bij een doordachte implementatie van het 'verantwoord beleggen' beleid. Het opschorten van beleggingen die niet voldoen aan ESG-criteria heeft, mits verstandig toegepast, geen negatieve invloed op het rendement-risicoprofiel. Dat wil zeggen, zolang een pensioenfonds niet ten principale hele sectoren van de economie uitsluit en haar criteria niet zodanig scherp formuleert dat een significant deel van het beleggingsuniversum wordt geschrapt, zal de invloed op het RRP in de regel aanvaardbaar zijn.
- b. Wij voegen hier een relativerende opmerking aan toe. Ook actief vermogensbeheer is ten principale een vorm van dynamische uitsluiting. Gemiddeld genomen presteren actieve mandaten significant beneden de benchmark. Pensioenfondsen zouden de beslissing om actief te beheren net zo goed moeten evalueren als de beslissing om al of niet uit te sluiten op grond van ESG-overwegingen. Dit is des te belangrijker omdat veel verantwoorde portefeuilles een combinatie zijn van een vorm van uitsluiting en een vorm van actief beheer. Toch lijkt het erop dat de meeste pensioenfondsen de strategische beslissing om actief te beleggen niet in dezelfde mate ter discussie stellen. Pensioenfondsen die wensen rekening te houden met een beperkte set van uitsluitingscriteria wordt dan ook in overweging gegeven om naast actieve strategieën ook passieve strategieën in ogenschouw te nemen.
- c. Waar een pensioenfonds zaken wenst te bevorderen – als onderscheiden van het midden van zaken waar men niet bij betrokken wil zijn – lijken sommige elementen van de extrafinanciële informatie positief gecorreleerd met de rendementen en waardering van de ondernemingen (G: afwezigheid beschermingsconstructies en E: eco-efficiency). Andere wederom lijken minder interessant of zelfs negatief gecorreleerd. In het algemeen geldt dat met name informatie over de kwaliteit van het bestuur van de onderneming (G) zeer relevant lijkt. Onderzoeken naar de informatie over (E) en (S) laten ambivalente resultaten zien. Portefeuille managers hebben de taak alle beschikbare informatie (en data) mee te nemen bij hun beleggingsbeslissingen. Nu ze ook in toenemende mate de beschikking hebben over extrafinanciële informatie is het aan hen om aan die informatie waarde toe te kennen of niet. In beide gevallen hebben ze additionele informatiebronnen, kennis, wetenschappelijk onderzoek en tools nodig om die informatie efficiënt te verwerken. De belangrijkste inschatting die ze moeten maken is echter: zijn ESG-factoren al verwerkt in de koersen van de beleggingsobjecten? Met name voor (G) lijkt het of het al te laat is om te profiteren van de

inzichten van de wetenschappelijke studies. Dit laat onverlet dat een goede governance beleggers ook de gelegenheid geeft om onderwerpen op het gebied van (E) en (S) te adresseren aan de onderneming.

- d. Het stembeleid van een pensioenfonds op het gebied van haar aandelenpositie kan niet losgezien worden van de positie in andere beleggingscategorieën zoals bedrijfsobligaties. Sommige standpunten als aandelenbezitter conflicteren bijvoorbeeld met de positie van vreemd vermogen verschaffers. Het is aan te bevelen dat een pensioenfonds zich hiervan bewust is bij het uitvoeren van een engagementbeleid.
- e. Beleggers moeten beseffen dat aan engagement kosten zijn verbonden. Een directe relatie met het resultaat van de beleggingen is dikwijls niet aanwezig. Indirect kan engagement resulteren in financiële voordelen, indien daardoor afgedwongen verbeteringen in de bedrijfsvoering op termijn leiden tot kostenvoordelen of tot het beperken van extrafinanciële risico's, waaronder het reputatierisico. Die voordelen zijn echter moeilijk te kwantificeren.

Referenties

- Bauer, R., P. Eichholtz en N. Kok (2007), "Corporate Governance and Performance: The REIT effect", *ECCE Working Paper*, Maastricht University.
- Bauer, R., P. Frentrup, N. Günster en H. de Rooter (2004), "Corporate Governance: A Review of the Debate in The Netherlands and Empirical Evidence on the Link with Financial Performance", *VBA Journaal*, 20:4, pp. 19-34.
- Bauer, R., B. Frijns, R. Otten en A. Tourani Rad (2007), "The Impact of Corporate Governance on Corporate Performance: Evidence from Japan", forthcoming in *Pacific Basin Finance Journal*.
- Bauer, R., N. Günster en R. Otten (2004), "Empirical Evidence on Corporate Governance in Europe: The Effect on Stock Returns, Firm Value and Performance", *Journal of Asset Management*, 5:2, pp. 91-104.
- Bauer, R., C.G. Koedijk en R. Otten (2005), "International Evidence on Ethical Mutual Fund Performance and Investment Style", *Journal of Banking and Finance*, 29, pp. 1751-1767.
- Bello, Z.Y. (2005), "Socially Responsible Investing and Portfolio Diversification", *Journal of Financial Research*, 28, pp. 41-57.
- Core, J., W. Guay en T. Rusticus (2006), "Does Weak Governance Cause Weak Stock Returns? An Examination of Firm Operating Performance and Investors' Expectations", *The Journal of Finance*, 61, pp. 655-687.
- Cremers, M. en V. Nair (2005), "Governance Mechanisms and Equity Prices", *The Journal of Finance*, 60, pp. 2859-2894.
- Cremers, M., V. Nair en J. Wei (2007), "Governance Mechanisms and Bond Prices", *The Review of Financial Studies*, 20, pp. 1359-1388.
- Derwall, J., N. Günster, R. Bauer en C.G. Koedijk (2005), "The Eco-Efficiency Premium Puzzle", *Financial Analysts Journal*, 61:2, 2005, pp. 51-63.
- ECCE Survey (2007), "Extra-financial Information in Financial Communication of European Companies", *ECCE report*, Universiteit Maastricht.
- Friedman, M. (1970), "The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits", *The New York Times Magazine*, September 13th, New York.
- Geczy, C., Stambaugh, R.F. en D. Levin, "Investing in Socially Responsible Mutual Funds", *Working Paper*, University of Pennsylvania, 2005.
- Gompers, P., Ishii, J.L. en Metrick, A., "Corporate Governance and Equity Prices", *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 188:1, 2003, pp. 107-155.
- Grossman, B.R., en W. Sharpe (1986), "Financial Implications of South African Divestment", *Financial Analysts Journal*, 42:4, 2005, pp. 15-29.
- Gruber, M.J. (1996), "Another Puzzle: The Growth in Actively Managed Mutual Funds", *The Journal of Finance*, 51, pp. 783-810.
- Günster, N., Derwall, J., Bauer, R. en Koedijk, C.G. (2006), The Economic Value of Corporate Eco-efficiency, *ECCE Working Paper*, Maastricht University.
- Hummels, H. (2007), De Kracht van Pensioenfondsen, *ECCE Report*, April, Universiteit Maastricht.

Hummels, H. en R. Bauer (2006), "Van Stille Kracht naar Stille Macht: Pensioenfondsen in Gesprek met Ondernemingen over Corporate Governance en Maatschappelijk Handelen", van Gorcum, Assen.

Jaworski, W. (2007), The Use of Extra-financial Information by Research Analysts and Investment Managers, *ECCE Report*, Universiteit Maastricht.

Malkiel, B.G. (1995), "Returns from Investing in Equity Mutual Funds from 1971 to 1991", *The Journal of Finance*, 50, pp. 549-572.

McKinsey (2002), "Global Investor Opinion Survey", (www.McKinsey.com).

Mercer Investment Consultants (2007), "Defined contribution plans and socially responsible investing in the United States: a survey of plan sponsors, administrators and consultants", www.mercer.com.

Munnell, A. H. (2007), "Should Public Pension Funds Engage in Social Investing?", *Publication Center for Retirement Research*, Boston.

Porter, M. en C. van der Linde (1995), "Green and Competitive, Ending the Stalemate", *Harvard Business Review*, September-October, pp.120-135.

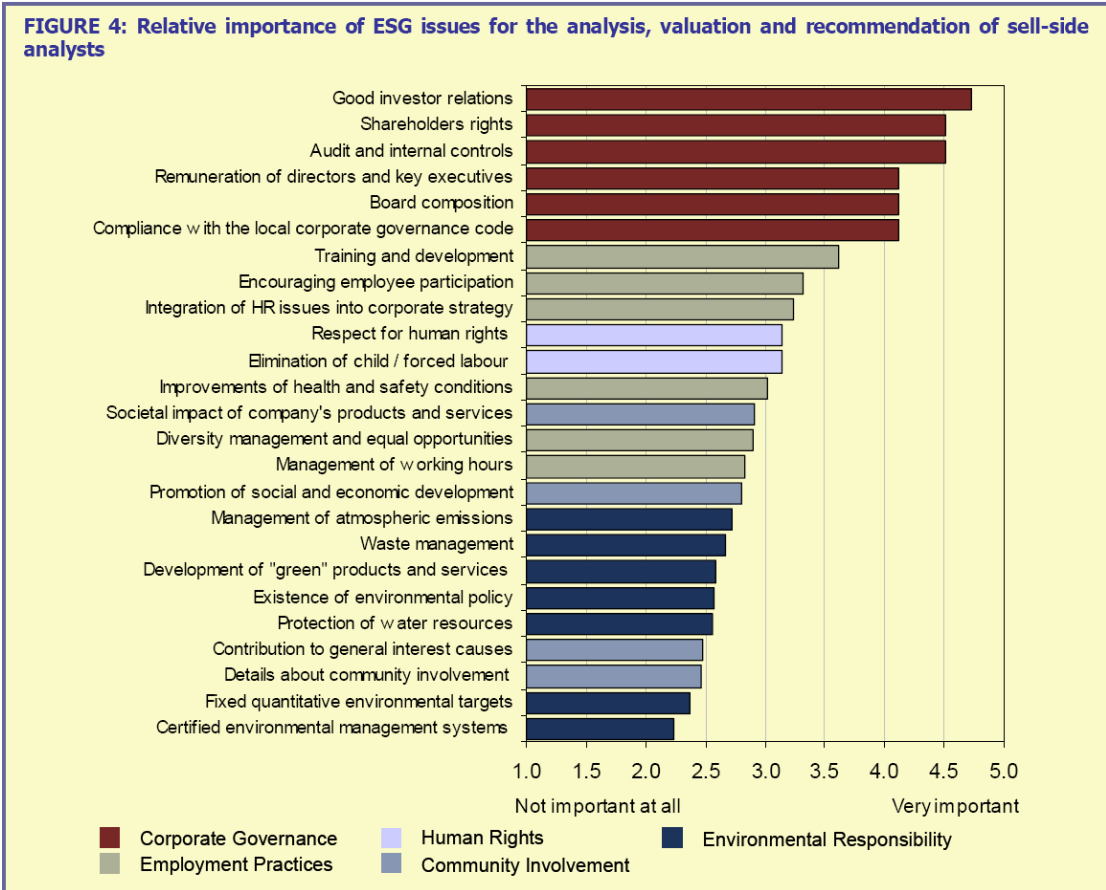
Schroeder, M. (2007), "Is There a Difference? The Performance Characteristics of SRI Equity Indices", *Journal of Business Finance and Accounting*, 34 (1&2), pp. 331-348.

Appendix ECCE rapport (2007)

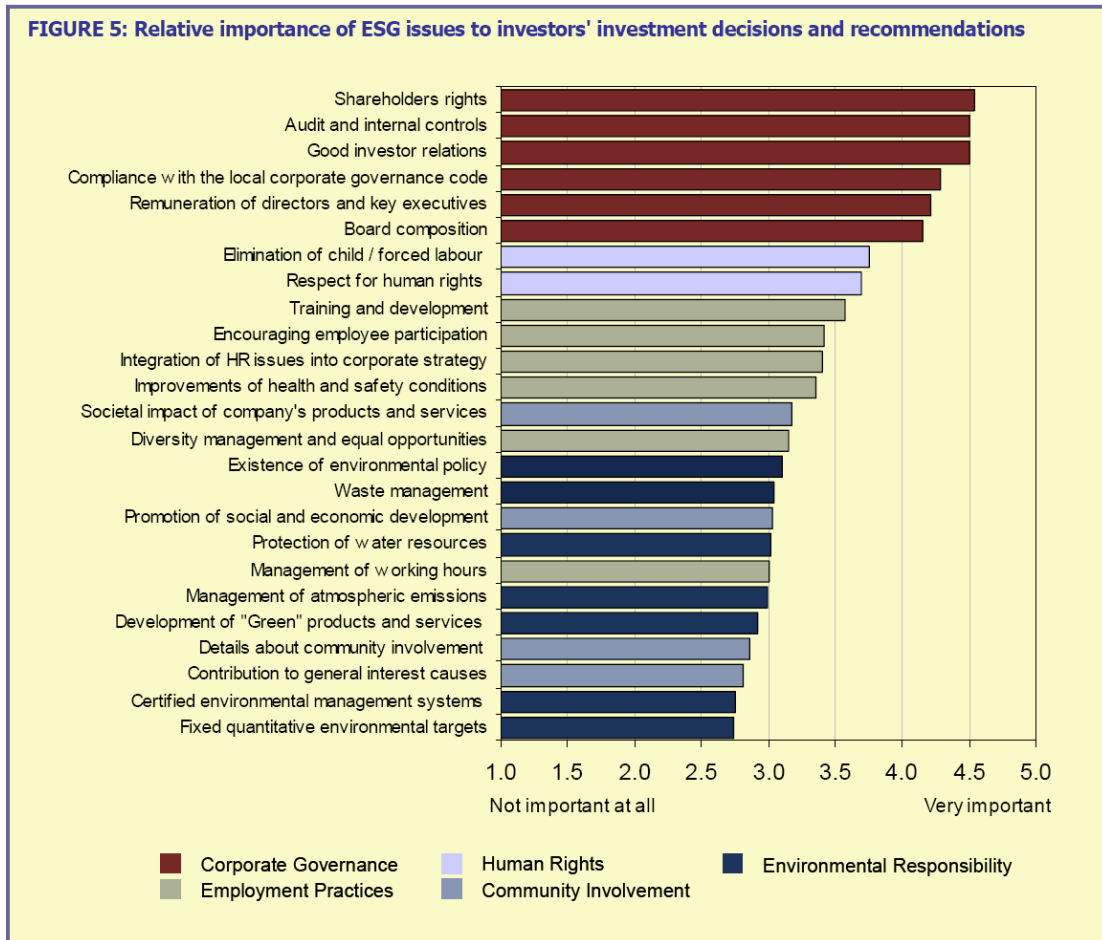
The following 25 ESG factors grouped into five broad categories were used in our study:

Environmental Responsibility Management of atmospheric emissions Waste management Development of "Green" products and services Existence of environmental policy Protection of water resources Fixed quantitative environmental targets Certified environmental management systems	Community Involvement Societal impact of company's products and services Promotion of social and economic development Contribution to general interest causes Details about community involvement
Human Rights Respect for human rights Elimination of child / forced labour	Corporate Governance Good investor relations Shareholders rights Audit and internal controls Remuneration of directors and key executives Board composition Compliance with the local corporate governance code
Employment Practices Training and development Encouraging employee participation Integration of HR resources into corporate strategy Improvements of health and safety conditions Diversity management and equal opportunities Management of working hours	

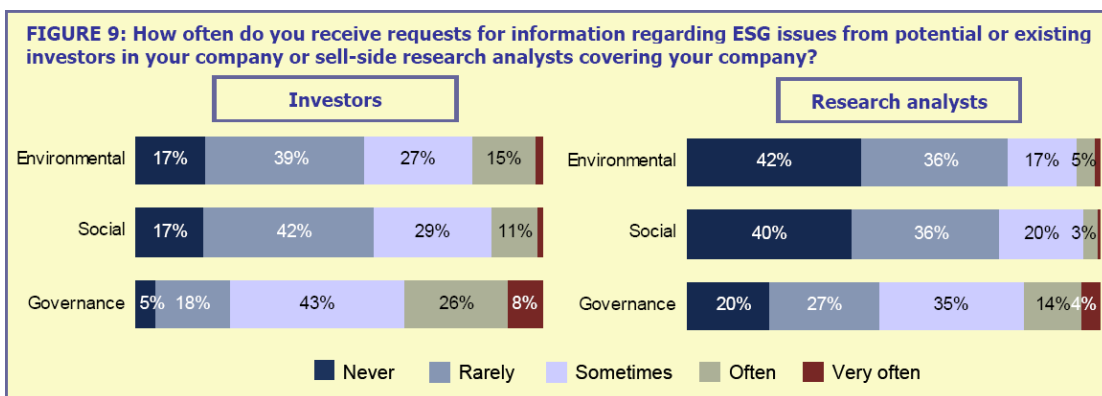
Figuur 1



Figuur 2



Figuur 3



Bijlage II.5 Studies naar de impact van verantwoord beleggen

Op de site www.sristudies.org troffen wij onderstaande lijst van 17 studies naar de impact van SRI variabelen op de totale performance.

- [Hamilton, Jo, and Statman \(1993\)](#) analyze the risk-adjusted returns of socially screened mutual funds and find that they are statistically indistinguishable from those of unscreened funds.
- [Dibartolomeo \(1999\)](#) analyzes the Domini Index using a multifactor attribution model and an arbitrage pricing theory model. While agreeing with earlier attribution studies that style effects are generally a wash and that industry effects are important, Dibartolomeo does not agree that there might be an SRI effect at work. His model finds no unexplained performance.
- [Guerard \(1996\)](#) finds that social screens have no detrimental impact on his quantitative active management strategy.
- [Angel and Rivoli \(1997\)](#) use CAPM-based analysis by Merton to show that the impact of a shareholder boycott on a company's cost of capital is likely to be small.
- [Waddock and Graves \(1997\)](#) show a strong relationship between corporation reputation (as defined by the *Fortune* most-admired list) and ratings of corporate social responsibility.
- [McWilliams and Siegel \(1999\)](#) find that many event studies of socially responsible investing have been marred by statistical errors. Their analysis forced a reassessment of many studies reporting returns to social variables, and put authors of future event studies on notice that considerable care must be exercised in the use of this methodology.
- [Russo and Fouts \(1998\)](#) find that, after adjusting for everything imaginable, companies with better environmental records appear to have better-than-average returns on assets.
- [Teoh, Welch, and Wazzan \(1999\)](#) find that the South Africa boycott, the largest shareholder boycott to date, had minimal impact on South African securities and securities of U.S. companies doing business in South Africa.
- [Repetto and Austin \(2000\)](#) use discounted cash flow models and scenario analysis to show that the financial impact of future environmental regulation may be quite material (up to 11% of market value) for U.S. pulp and paper companies in coming years.
- [Dowell, Hart, Yeung \(2000\)](#) show that between 1994 and 1997, U.S. multinational corporations with high global environmental standards tended to have higher price/book ratios than companies adopting local environmental standards, even after adjusting for factors such as industry membership, R&D intensity, and advertising intensity.
- [Gompers, Ishii, and Metrick \(2001\)](#) demonstrate that firms with corporate governance practices favoring management tend to have lower price/book ratios, and that firms in the bottom quartile of their corporate governance ratings had significantly below-average risk-adjusted returns over the 1990-1999 time period.
- [Stone, Guerard, Gultekin, and Adams \(2001\)](#) show that the returns of a stock selection model were not harmed by the implementation of social screens for the 1984-1997 time period.
- [Bauer, Koedijk, and Otten \(2002\)](#) measure the risk-adjusted performance of 103 German, U.S., and U.K. screened mutual funds for the 1990-2001 time period, and find no significant differences between their returns and those of unscreened funds.
- [Lee and Ng \(2002\)](#) find that Transparency International's ratings of national corruption are a powerful explainer of variation in price/book ratios for the 1995-1998 time period.
- [Orlitzky, Schmidt, and Rynes \(2003\)](#) perform a meta-analysis of past studies of corporate social performance, and find a statistically significant positive association with corporate financial performance.
- [Guenster, Derwall, Bauer, and Koedijk \(2005\)](#) find that Innovest environmental ratings have a significant relationship with both firm valuation and operating results.
- [Barber \(2006\)](#) finds that CalPERS' corporate governance initiatives created over \$3 bn in shareholder wealth from 1992-2000.

De gearriveerde toekomst

Nederlandse pensioenfondsen en de praktijk van verantwoord beleggen

Woord vooraf van de voorzitters

Het vraagstuk van verantwoord beleggen vormt een belangrijke uitdaging voor pensioenfondsen. Die uitdaging ligt niet alleen op het bord van de individuele fondsen, maar wordt ook collectief ervaren. Het is om deze reden dat de Vereniging van Bedrijfstakpensioenfondsen, de Stichting voor Ondernemingspensioenfondsen en de Unie van Beroepspensioenfondsen hebben besloten gezamenlijk op te trekken in dit dossier. De pensioenfondsen bevinden zich hiermee in eenzelfde positie als andere institutionele beleggers, zoals banken en verzekeraars, op wie eveneens een verantwoordelijkheid rust in het kader van verantwoord beleggen. Wat echter niet mag worden vergeten, is dat de primaire verantwoordelijkheid voor de sociale, ethische, governance en milieuvragen niet ligt bij beleggers, maar bij de ondernemingen, overheden, projectontwikkelaars, et cetera, waarin wordt geïnvesteerd. De financiële sector kan een belangrijke rol vervullen, daarover bestaat geen misverstand. Maar die rol vermindert niet de verantwoordelijkheid van de besturen en directies van de genoemde entiteiten om andere dan financiële factoren zorgvuldig af te wegen.

Diverse pensioenfondsen hebben in het verleden nagedacht over een beleid op het vlak van verantwoord beleggen en de uitvoering daarvan. Het uit april 2007 daterende onderzoek *De Kracht van Pensioenfondsen* van het European Centre for Corporate Engagement en de Business School van de Universiteit Maastricht laat zien dat een positieve trend waarneembaar is in het ontwikkelen en geleidelijk implementeren van beleid. Dat deze ontwikkeling sinds de uitzending van Zembla in maart 2007 in een stroomversnelling is geraakt, is voor alle betrokkenen duidelijk. De concretisering van verantwoord beleggen is prominenter en pregnanter op de agenda van pensioenfondsen komen te staan.

Om pensioenfondsen te ondersteunen bij het formuleren en uitvoeren van beleid op het terrein van verantwoord beleggen en de verantwoording daarover hebben de Nederlandse pensioenkoepels de Praktische Commissie ingesteld. *De gearriveerde toekomst* is het resultaat van de werkzaamheden van de commissie in de periode van mei tot november 2007. Het rapport biedt besturen van pensioenfondsen handvatten om invulling te geven aan verantwoord beleggen. Het is de verantwoordelijkheid van elk pensioenfondsbestuur om binnen de kaders van de Pensioenwet, de Wet verplichte Beroepspensioenregeling en de Europese Pensioenrichtlijn te bepalen hoeveel ruimte het ziet voor het integreren van extra-financiële aspecten in de uitvoering van het beleggingsbeleid. Het rapport bevat concrete aanknopingspunten voor het ontwikkelen van een visie, het formuleren van beleid, de uitvoering van dat beleid en de verantwoording daarover.

Het werk is met het verschijnen van dit rapport niet klaar. Integendeel. De koepelorganisaties zullen hierbij een rol van betekenis blijven spelen.

Den Haag, 14 november 2007

Benne van Popta
Willem Noordman
Loek Sibbing
Bert van Kuijck

Vereniging van Bedrijfstakpensioenfondsen
Vereniging van Bedrijfstakpensioenfondsen
Stichting voor Ondernemingspensioenfondsen
Unie van Beroepspensioenfondsen

Woord vooraf van de commissie

Voor wie is dit rapport bedoeld?

Dit rapport is bedoeld voor pensioenfondsen die zich willen oriënteren op het vraagstuk van verantwoord beleggen. Mogelijk vinden ook anderen het rapport bruikbaar.

De werkzaamheden van de commissie

In april 2007 hebben de Nederlandse pensioenfondsen, vertegenwoordigd door de koepelorganisaties, besloten een Praktische Commissie in te stellen. De commissie kreeg als opdracht een raamwerk te ontwikkelen dat pensioenfondsen ondersteunt bij het operationaliseren en uitvoeren van verantwoord beleggen. Voor u ligt het resultaat:

De gearriveerde toekomst. Het rapport vormt een aanzet bij het gesprek over verantwoord beleggen en biedt concrete handvatten om daar desgewenst invulling aan te geven. De commissie verheldert, toont begaanbare paden en adresseert vragen die bij pensioenfondsen leven – met een open oog voor wat is en wat kan. De commissie schrijft niet voor of en hoe pensioenfondsen hun beleidsvorming ter hand zouden moeten nemen. Die verantwoordelijkheid komt toe aan het bestuur van de individuele fondsen. Ten behoeve van haar werkzaamheden hanteerde de commissie vijf uitgangspunten:

1. *Het bestuur van een pensioenfonds is verantwoordelijk voor het te voeren beleid, dus ook op het terrein van verantwoord beleggen*
Verschillende pensioenfondsen maken verschillende keuzen. De verantwoordelijkheid betreft het beleid, de operationalisering en de uitvoering van verantwoord beleggen.
2. *De primaire verantwoordelijkheid is de fiduciaire verantwoordelijkheid*
Die verantwoordelijkheid houdt in dat het fonds in staat is de gedane toezeggingen na te komen. Daartoe streeft het fonds naar een optimaal rendement op het geïnvesteerd vermogen – met inachtneming van de wettelijke en juridische kaders en de commitments die het fonds is aangegaan. De fiduciaire verantwoordelijkheid geldt eerst en vooral ten overstaan van de begunstigden.
3. *Transparantie*
In een tijd waarin transparantie in toenemende mate centraal staat in het economisch en maatschappelijk verkeer ligt het in de rede dat besturen open zijn over de argumenten die hun besluiten ondersteunen. Dat geldt ook voor besluiten inzake verantwoord beleggen. Een besluit om geen beleid te voeren is ook een besluit dat vatbaar is voor uitleg en openheid.
4. *Corporate Governance*
Mede gelet op de korte tijdsspanne waarin de commissie haar werk diende te verrichten, is besloten de aandacht voor 'corporate governance' te beperken tot de meest relevante vraagstukken. Daarbij kan onder meer worden gedacht aan engagement en het gebruik maken van het stemrecht. Ondanks de beperkte aandacht die het vraagstuk krijgt, vormt corporate governance wel een integraal onderdeel van verantwoord beleggen. Relevante onderwerpen in dit kader zijn onder meer de onafhankelijkheid van de commissarissen die een afweging moeten maken tussen de belangen van alle stakeholders en het beloningsbeleid, dat op de langetermijnontwikkeling van de onderneming moet zijn gericht. Graag verwijst de commissie naar de rol van Eumedion, die zich richt op corporate governance.

5. *Invloed*

Verantwoordelijkheid is positief gecorreleerd met de invloed van een pensioenfonds. Hoe groter de invloed van een fonds is, des te groter is ook de verantwoordelijkheid om aandacht te besteden aan sociale, governance en milieufactoren. Omgekeerd geldt dan ook dat een pensioenfonds dat weinig mogelijkheden heeft om invloed uit te oefenen, bijvoorbeeld omdat ze het beperkte vermogen heeft geïnvesteerd in indexfondsen of beleggingspools, een minder vergaande verantwoordelijkheid heeft. Het adagium is hier simpel: wie korte benen heeft, springt niet over een grote sloot. Van pensioenfondsen mag worden verwacht dat zij zich verantwoorden over hun (gepercipieerde) invloed en de invulling van verantwoordelijkheid.

Een woord van dank

Ons rest een woord van dank aan allen die in korte tijd hard hebben gewerkt aan de totstandkoming van dit rapport. Dat woord begint bij de directeuren van VB en OPF, Peter Borgdorff en Frans Prins. Tevens dank ik de leden van de commissie die vrijwillig en naast hun reguliere werk waardevol hebben bijgedragen aan het rapport:

ABP	Eugène Rebers, Rob Lake en Hans ten Brinke
Ahold PF	Henk Schuijt
Cordares	Freek Vergunst
GBF	Dirk Wieman
Interpolis	Bob Puijn
Mn Services	Roland van den Brink
OPF	Piet van der Graaff
PF ABN AMRO	Geraldine Leegwater
PGGM	Marcel Jeucken
PME	Bram van Els
PMT	Theo Jeurissen
Unilever pensioenfonds	Danny van Wijk
SPF Beheer	John van Markwijk
UvB	Ane Nauta
VB	Benne van Popta
VB	Willem Noordman

Vervolgens zijn wij René Maatman, hoogleraar Vermogensbeheer aan de Radboud Universiteit in Nijmegen en Rob Bauer, hoogleraar Institutionele Beleggers aan de Universiteit Maastricht zeer erkentelijk voor hun bijdragen aan dit rapport. Ook waarderen wij de bijdragen van PricewaterhouseCoopers en Hill & Knowlton aan dit rapport. Naast de leden van de commissie en de wetenschappers danken wij allen die met de commissie van gedachten hebben willen wisselen over verantwoord beleggen en pensioenfondsen. Tot slot dank ik de beide projectcoördinatoren, Renske Biezeveld en Jaco Groenewoud, alsmede Ine Nijman, Jeannette Colijn, Gerda Smits, Yvon Jordans, Loes Verbeek, Ineke Eikelenboom en Linda van der Heyden van VB en OPF. Ook gaat mijn dank uit naar Marcel de Berg voor zijn ondersteuning. De inzet en het enthousiasme van hen allen geeft dit rapport extra glans.

Namens de commissie,

Prof. dr. Harry Hummels, voorzitter
European Centre for Corporate Engagement
Universiteit Maastricht

Leeswijzer

“Anders dan particuliere beleggers zijn pensioenfondsen toegerust hun verantwoordelijkheid te nemen en hun invloed aan te wenden. Waar de particuliere belegger zich overwegend moet verlaten op de rapporten van analisten, beschikken pensioenfondsen vaak over meer informatie.

En kennis brengt verantwoordelijkheden met zich mee.”

*Joost van der Does de Willebois
CFO NYSE Euronext*

Het voorliggende rapport is opgebouwd uit twee delen. Het eerste deel schetst enkele juridische en maatschappelijke achtergronden van verantwoord beleggen. Het tweede deel bevat praktische handvatten.

Lezers met een voorkeur om onmiddellijk kennis te nemen van de praktische handvatten die de commissie aanreikt, verwijzen wij direct door naar deel II, het spel.

Deel I beschrijft *het speelveld*. Dit deel begint met een uiteenzetting van de belangrijkste spelregel waar pensioenfondsen zich aan hebben te houden als zij invulling willen geven aan verantwoord beleggen: de fiduciaire verantwoordelijkheid. Vervolgens wordt in dit deel aandacht besteed aan de omschrijving van het spel ‘verantwoord beleggen’ en de opkomst ervan, gevolgd door korte bijdragen over de toeschouwers – voor wie het spel wordt gespeeld – en de verantwoording over het spel – het nakaarten aan de zijlijn. Deel I begint met een korte samenvatting van hetgeen in dat deel ter sprake komt.

Deel II beschrijft *het spel*. Daarin komen achtereenvolgens aan bod:

1. De *visie* van een pensioenfonds op verantwoord beleggen;
2. de *beleidsuitgangspunten* en het *bereik* van het beleid;
3. de *uitvoering* van het beleid;
4. de *verantwoording* over het beleid.

Telkens worden praktische voorbeelden gegeven en dilemma's besproken waarvoor pensioenfondsen komen te staan. *De gearriveerde toekomst* streeft geen volledigheid na. Niet alleen is dat ten principale niet mogelijk wegens het beweeglijke karakter van het onderwerp, het tijdsbestek waarbinnen de commissie haar opdracht diende te vervullen stond een verdere uitwerking ook niet toe. Dit rapport vormt dan ook een eerste aanzet tot verheldering en nadere uitwerking van een dynamisch vraagstuk. Het ligt voor de hand dat het werk van de commissie navolging krijgt, waarbij meer nadruk zal kunnen worden gelegd op het bedienen van de Nederlandse pensioenfondsen, bijvoorbeeld via internet.

Inhoudsopgave

Woord vooraf van de voorzitters	3
Woord vooraf van de commissie	5
Leeswijzer	7
Inhoudsopgave	9
DEEL I Het speelveld	11
Samenvatting Deel I	12
1. Risico, rendement en redelijkheid	13
1.1 Inleiding	13
1.2 De fiduciaire verantwoordelijkheid in Nederland	13
1.3 Fiduciaire verantwoordelijkheid in internationaal perspectief	14
1.4 Fiduciaire verantwoordelijkheid en ethiek	15
1.5 De zoektocht naar de ESG-graal?	17
2. De opkomst van verantwoord beleggen	19
2.1 Verantwoord beleggen	19
2.1.1 <i>De terminologie</i>	19
2.1.2 <i>Definitie</i>	20
2.2 Een korte historische schets	20
2.3 Huidige stand van zaken	21
3. Waarom verantwoord beleggen?	22
3.1 Redenen door de pensioenfondsen genoemd	22
3.2 Universele beleggers	22
3.3 De kans om de deelnemers te leren kennen	23
3.4 Maatschappelijke acceptatie	23
4. De rol van de begunstigden	25
5. De verantwoording	27
6. De gearriveerde toekomst	29

Deel II Het spel	31
Samenvatting deel II	32
1. Inleiding	33
2. De visie van een pensioenfonds	35
2.1 Verantwoordelijkheid en visieontwikkeling	35
2.2 De visie in praktijk	37
3. Het beleid van een pensioenfonds	39
3.1 Vier mogelijke antwoorden op de gestelde uitdagingen	39
3.2 Strategieën van verantwoord beleggen	41
3.3 Het bereik van het beleid	45
3.4 ESG-vraagstukken en criteria in het beleid	47
3.5 De beoordeling van ondernemingen, overheden en andere entiteiten	52
4. Uitvoering van het beleid	55
4.1 De aard van het vermogensbeheer	55
4.2 De selectie van externe dienstverleners	56
4.3 Risico's en rendementen	59
4.3.1 <i>Zaken die men wenst te mijden</i>	59
4.3.2 <i>Zaken die u wenst te bevorderen</i>	60
4.3.3 <i>Het inzetten van aandeelhoudersrechten</i>	62
4.3.4 <i>Verbreding naar andere beleggingscategorieën</i>	62
5. Verantwoording	64
5.1 Verantwoording: bedreiging of kans?	64
5.2 Vraaggestuurde of aanbodgestuurde verantwoording	64
6. Afrondend	66
Begrippenlijst	68
Geïnterviewden	73
Referenties	74

DEEL I Het speelveld

Samenvatting Deel I

"Instituties, zoals pensioenfondsen, dienen niet voor anderen te bepalen wat onder een 'betere wereld' moet worden verstaan. Zij moeten niet verder gaan dan het weergeven van een algemene oriëntatie op wat wel en niet acceptabel is. Wél is het een onderdeel van hun verantwoordelijkheid dat zij door het beleggingsbeleid een 'betere wereld' niet schaden."

*Piet Hein Donner
Minister van Sociale Zaken en Werkgelegenheid*

Dit rapport gaat over verantwoord beleggen. Daaronder wordt verstaan: *beleggen op grond van financiële, sociale, governance en milieuoverwegingen en/of de beïnvloeding van bedrijven, overheden en andere relevante actoren op grond van deze overwegingen.*

Het speelveld voor de pensioenfondsen op het terrein van verantwoord beleggen wordt bepaald door de Europese en Nederlandse pensioenwetgeving. Daarbinnen speelt de fiduciaire verantwoordelijkheid een belangrijke rol. Wat wordt in dit kader van een pensioenfonds verwacht? Op grond van de wetgeving dragen pensioenfondsen de verantwoordelijkheid om het vermogen te beheren in het financiële belang van de begunstigten en daarbij alle begunstigten gelijk te behandelen. Het vermogensbeheer dient *in vrijheid* op basis van een helder beleid deskundig te worden uitgevoerd op een wijze die de veiligheid, de kwaliteit, de liquiditeit en het rendement van *de portefeuille als geheel* waarborgt. Dat betekent, onder meer, dat het pensioenfonds geen restricties accepteert die het risicorendementprofiel van de totale beleggingsportefeuille zonder voldoende legitimering nadelig beïnvloeden. Over het beleid en de uitvoering daarvan legt het fonds verantwoording af. Een belangrijke vraag die in dit kader aan de orde komt, is of het fonds bij het voeren van een beleggingsbeleid rekening mag of moet houden met sociale, ethische, governance en milieu-informatie. Het antwoord daarop luidt in beginsel bevestigend, al dient de informatie relevant te zijn en waarde toe te voegen voor de begunstigten. Dit gaat zo ver dat een pensioenfonds zelfs is gehouden tot het meewegen van sociale, ethische, governance en milieu-aspecten, als deze aspecten bijdragen aan het verbeteren van het risicorendementprofiel van de totale beleggingsportefeuille. De vraag blijft wel wat de termijn is waarin een verbetering (of verslechtering) van dit profiel optreedt. Ook als de begunstigten niet direct voordeel hebben bij het gebruik van deze informatie, kan het voor een pensioenfonds opportuun zijn hier rekening mee te houden. De 'licence to operate' kan onder druk komen te staan als een fonds onvoldoende rekening houdt met sociale, ethische, governance of milieueffecten door entiteiten waarin zij beleggen. Een pensioenfonds dient wel deskundig en zorgvuldig te handelen. Zorgvuldigheid is niet alleen vereist ten overstaan van de begunstigten, maar ook in het omgaan met belangen van anderen.

Bij de ontwikkeling en uitvoering van een beleid komt een pensioenfonds voor diverse lastige vragen te staan. Betrekken wij de deelnemers in het proces? In hoeverre luisteren wij naar signalen uit de samenleving? Ten overstaan van wie leggen we verantwoording af? Het staat besturen van pensioenfondsen vrij te besluiten over het voeren van een beleid; een verplichting hebben zij niet. De stelregel luidt wel: wat juridisch niet verplicht is, kan feitelijk zeer verstandig zijn. Het is aan het bestuur grenzen te trekken inzake de verantwoordelijkheid van een fonds voor het te voeren beleid. Van het bestuur mag dan wel worden verwacht dat het zich over dit beleid en de uitvoering daarvan verantwoordt.

1. Risico, rendement en redelijkheid

“De aandacht voor clusterbommen is een symbool voor wat er mis is met het beleggingsbeleid van pensioenfondsen. Beleggers worden afgerekend op het behaalde rendement. Daar zit geen gevoel bij hoe werknemers, voor wie ze eigenlijk beleggen, tegen dergelijke beleggingen aankijken.”

*Lutgart van den Berghe,
Bijzonder Hoogleraar Universiteit Gent*

1.1 Inleiding

Wie het spel ‘verantwoord beleggen’ wil spelen, dient ten minste kennis te hebben van de belangrijkste spelregels. Die staan opgetekend in de Europese Pensioenrichtlijn, de Nederlandse Pensioenwet of de Wet verplichte Beroepspensioenregeling. In dit hoofdstuk gaan wij in op het leerstuk van de ‘fiduciare verantwoordelijkheid’ dat handelt over *risico, rendement en redelijkheid*. Dat leerstuk is van invloed op de ruimte voor pensioenfondsen om verantwoord te beleggen en de wijze waarop zij dat doen. Vervolgens gaan wij nader in op de omschrijving en opkomst van het spel ‘verantwoord beleggen’, op de rol van de begunstigden en op de verantwoording.

1.2 De fiduciare verantwoordelijkheid in Nederland

Of u nu van uw pensioen geniet of daar pas in de toekomst aan toe bent, voor veel Nederlanders geldt dat zij aanspraak (gaan) maken op een pensioen vanuit verschillende regelingen. Naast het algemene ouderdomspensioen (AOW) worden, bijvoorbeeld, pensioenrechten ontleend aan een regeling bij de werkgever, een lijfrente of een andere vorm van inkomensverzekering. Gedurende de tijd dat de pensioenrechten worden opgebouwd, worden de ingelegde gelden vrijwel altijd beheerd door anderen: meestal door pensioenfondsen en verzekeraars, maar soms ook door banken.

Wie zijn eigen vermogen beheert, kan in beginsel zelf besluiten hoe dit te investeren. Het is aan de betrokkene om te doen wat hij wenst. Dat ligt anders als het beheer van een vermogen geld betreft dat in economische zin aan anderen toebehoort. Juridisch gesproken heeft de beheerder van het vermogen een ‘fiduciare verantwoordelijkheid’ het vermogen zorgvuldig te beheren ten overstaan van de begunstigden van dat vermogen.

De term ‘fiduciare verantwoordelijkheid’

De relatie tussen de begunstigden van een pensioenfonds en de beheerder van het vermogen heeft *kenmerken van een fiduciare rechtsverhouding* die, aldus de Nijmeegse hoogleraar René Maatman, kan worden herleid tot de ‘fiducia cum amico’. Dat is de in het Romeinse recht gestipuleerde vertrouwensrelatie tussen een opdrachtgever en zijn vertrouwenspersoon. Een mogelijke invulling van deze *vertrouwensrelatie* was de rechtshandeling ‘waarbij een goed aan een ander werd overgedragen’ (Maatman, 2004: 67). De oudste vorm van de fiducia in het Romeinse recht, aldus Maatman, betrof “de overdracht van een gehele *familia* aan een vriend. Deze kreeg de opdracht voor de periode van afwezigheid van de fiduciant de taken en bevoegdheden van de *pater familias* waar te nemen.” Van de beheerder – of fiduciarius – mag in dit kader worden verwacht dat hij als een ‘rentmeester’ omgaat met hetgeen hem in beheer is gegeven. Met andere woorden, de beheerder dient als ‘een goed huisvader’ het beheer uit te voeren.

Kader 1.1 Een historische begripsverkenning

Pensioenfondsen werken met geld dat is ingelegd door de werkgevers en de deelnemers en dat impliceert een juridische én een ethische verantwoordelijkheid om het kapitaal zorgvuldig te beheren in het belang van de deelnemers, de slapers en de pensioengerechtigden – tezamen aangeduid als ‘de begunstigen’. De belangrijkste juridische kaders die richting geven aan de discussie zijn, aldus de Nijmeegse hoogleraar René Maatman, de Nederlandse pensioenwetten en de Europese Pensioenrichtlijn, waarbij de laatste voorrang geniet op de eerste¹.

Het belang dat een pensioenfonds dient, aldus Maatman, is allereerst een financieel belang. Het pensioenvermogen is een ‘doelvermogen’ dat de beheerder is toevertrouwd om het zo te beleggen dat de begunstigen kunnen genieten van het hen toegezegde pensioen. Pensioenfondsen hebben in dit kader de vrijheid om te beleggen in alle markten en asset classes die hen ter beschikking staan. Op het moment dat zij evenwel andere dan financiële doelstellingen nastreven in het vermogensbeheer, dienen deze te allen tijde te worden geplaatst binnen het kader van de fiduciaire plichten zoals hierboven omschreven. Elk handelen dat in strijd komt met of afbreuk doet aan “de veiligheid, de kwaliteit, de liquiditeit en het rendement van de portefeuille als geheel” kan mogelijk worden gezien als een schending van de fiduciaire verantwoordelijkheid.

1.3 Fiduciaire verantwoordelijkheid in internationaal perspectief

Internationaal is er het nodige geschreven over de fiduciaire verantwoordelijkheid van pensioenfondsen, te beginnen in het begin van de 19^e eeuw in de Verenigde Staten waar rechter Samuel Putnam in 1830 in overweging gaf dat een beheerder van een vermogen – een trustee – prudent dient te handelen:

“Do what you will, the capital is at hazard. ... All that can be required of a trustee to invest, is that he shall conduct himself faithfully and exercise a sound discretion. He is to observe how men of prudence, discretion, and intelligence manage their own affairs, not in regard to speculation, but in regard to the permanent disposition of their funds, considering the probable income, as well as the probable safety of the capital to be invested.” (geciteerd in Bernstein, 1996:248)

Sinds Putnam heeft zich in de Verenigde Staten een doctrine ontwikkeld die de ruimte heeft beperkt om met andere dan louter financiële overwegingen rekening te houden. Zo betoogt de Amerikaanse hoogleraar Langbein dat *elke* beperking van het beleggingsuniversum ten koste gaat van de diversificatiemogelijkheden en daarom strijdig is met de belangen van de begunstigen. Het Amerikaanse Department of Labor (‘DOL’) - de toezichthouder onder de Amerikaanse pensioenwetgeving ‘ERISA’ – hanteert een iets ruimere opvatting. Een trustee mag in zijn beleggingsbeslissingen rekening houden met niet-financiële omstandigheden en nevendoelestellingen, mits de resulterende beleggingsportefeuille qua risico en rendement gelijkwaardig is aan een ‘conventionele’ portefeuille waarvoor geen beleggingsrestricties gelden.

Eind 2005 kreeg dit inzicht een belangrijke aanvulling na het verschijnen van het rapport *A legal framework for the integration of environmental, social and governance issues into institutional investment*. Het rapport is afkomstig van het advocatenkantoor Freshfields Bruckhaus Deringer. Het beschrijft hoe in ‘common law traditions’, waaronder de

¹ Bij de overwegingen in dit hoofdstuk is gebruik gemaakt van het artikel dat prof. mr. René Maatman heeft geschreven mede ten behoeve van de reflecties binnen deze commissie. De volledige tekst van het artikel is opgenomen in Bijlage I.3.

Verenigde Staten, het Verenigd Koninkrijk, Canada en Australië, en in 'civil law traditions' zoals Frankrijk, Italië en Spanje, wordt nagedacht over de fiduciaire verantwoordelijkheid van institutionele beleggers. Voor beide tradities geldt dat de wet en de jurisprudentie ruimte laten aan institutionele eigenaren en beheerders van vermogen voor het toepassen van ESG-criteria. Het rapport schrijft daarover:

"The duty to act in the interests of the beneficiaries means that no investment decision should be made solely in the interests of or to give effect to the personal views of the decision-maker. However, a decision-maker may integrate ESG considerations into an investment decision to give effect to the views of the beneficiaries in relation to matters beyond financial return. Courts in the UK have recognised that trusts such as charities are entitled to exclude investments that conflict with their values and that the concept of beneficiaries' 'best interests' under a general pension trust may extend beyond their financial interests to include their 'views on moral and social matters'. In a similar way, US law permits investments to be excluded where the beneficiaries so consent."

In de meeste EU lidstaten is het trustrecht niet van toepassing. EU-lidstaten kennen echter wel fiduciaire verhoudingen (inhoudende een scheiding tussen juridisch en economisch eigendom) die lijken op de trust. Veelal roepen die vergelijkbare fiduciaire verplichtingen in het leven. In de Pensioenrichtlijn wordt erkend dat de prudent person-regel in de EU tot verdere ontwikkeling moet komen. Die ontwikkeling zal in 2008 door de Europese Commissie worden geëvalueerd.

1.4 Fiduciaire verantwoordelijkheid en ethiek

Zoals gezegd hebben pensioenfondsen, aldus Maatman, een verantwoordelijkheid om als rentmeester of goed huisvader de middelen te beheren die hen ter beschikking zijn gesteld. De beginselen van loyaliteit, zorgvuldigheid, onpartijdigheid en deskundigheid spelen daarbij een grote rol:

- Het *beginsel van loyaliteit* verwijst naar de centraliteit van de begunstigden: hun belangen dienen centraal te staan².
- Het *beginsel van zorgvuldigheid* heeft betrekking op het gebruik van de mogelijkheden tot spreiding van beleggingen. Daarmee kan de belegger profiteren van de voordelen van risicoreductie door diversificatie.
- Het *beginsel van onpartijdigheid* stelt dat pensioenfondsen de verschillende groepen begunstigden 'eerlijk' dient te behandelen: deelnemers versus pensioengerechtigden, respectievelijk huidige versus toekomstige begunstigden. Zoals Maatman stelt: een pensioenfonds "handelt onzorgvuldig indien hij – zonder rechtens relevante rechtvaardiging – de huidige populatie van begunstigden tegemoet komt ten laste van latere generaties".
- Het *beginsel van deskundigheid* heeft onder meer betrekking op het beschikken over een deskundige leiding, relevante beleggingsexpertise en voldoende vaardigheden.

Deze operationalisering op hoofdlijnen van de prudent person-regel resulteert in een zekere vrijheid voor Nederlandse pensioenfondsen de regel op eigen wijze in te vullen³.

² Artikel 135 PW lijkt hier op gespannen voet te staan met artikel 105.2 PW dat spreekt over een evenwichtige belangenbehartiging van alle stakeholders, inclusief de werkgever(s). Op grond van artikel 18 lid 1 van de Europese Pensioenrichtlijn dient in het geval van conflicterende belangen voorrang te worden gegeven aan de belangen van de begunstigden.

³ Maatman geeft de voorkeur aan een terughoudende opstelling van de pensioenfondsen in het hanteren van de vrijheid. De Amerikaanse operationalisering van de beginselen van zorgvuldigheid en loyaliteit sluiten namelijk goed aan bij het Nederlandse recht inzake zorgvuldig vermogensbeheer en goed opdrachtnemerschap. Tevens zou het onwenselijk zijn als de Europese prudent person regel zich gaat ontwikkelen in een richting die sterk afwijkt van het - in dit opzicht - verder ontwikkelde Amerikaanse recht. Financiële dienstverlening in het

De vraag die in het kader van verantwoord beleggen opkomt, is in hoeverre, tegen de achtergrond van de fiduciaire verantwoordelijkheid, pensioenfondsen het recht of zelfs de plicht hebben rekening te houden met belangen van anderen dan de begunstigden. Handelt een pensioenfonds verantwoord als duidelijk is dat een investering door een pensioenfonds direct of indirect bijdraagt aan het schenden van mensenrechten? Hoewel het vermoedelijk niet vaak zal voorkomen kunnen pensioenfondsen betrokken raken bij de financiering van, bijvoorbeeld, infrastructurele werken waarbij de rechten van inheemse volkeren of groepen werknemers worden geschonden, respectievelijk een zware aanslag wordt gepleegd op natuur en milieu. Anders dan de internationale banken, die zich bij deze financieringen gebonden achten aan de zogenoemde *Equator Principles*, beschikken pensioenfondsen niet over dergelijke uitgangspunten. Om tot een gedachtebepaling te komen, speelt een aantal elementen een rol in het afwegingsproces.

1) Het gezag van wetten

Onwettig is het investeren in landen of ondernemingen als deze beleggingen internationaal verboden zijn. Zo zijn er internationaal beperkende maatregelen afgekondigd tegen investeringen in Myanmar (Birma). In dit kader publiceert DNB een uitsluitingenlijst. Dit is een lijst van organisaties en personen waarmee financiële instellingen geen zaken mogen doen. Daarnaast doen pensioenfondsen er verstandig aan rekening te houden met de betamelijkheid welke het maatschappelijk verkeer vraagt en waar iedere natuurlijke en rechtspersoon toe is gehouden. Zo dienen pensioenfondsen zich – evenals andere natuurlijke en rechtspersonen – te onthouden van onrechtmatige daden overeenkomstig artikel 6:162 BW. Dat houdt onder meer een alertheid in op directe (negatieve) maatschappelijke gevolgen van de activiteiten en gedragingen van de entiteiten waarin zij investeren.

2) De beperkte juridische binding van internationale verdragen

Juridisch gezien zijn verdragen die de rechten of belangen van inheemse volkeren, groepen werknemers, of de natuur regelen niet bindend voor institutionele beleggers⁴. Deze verdragen binden slechts de overheden die ze ondertekenen. Tegelijkertijd kunnen pensioenfondsen zich aangesproken voelen door de oproep die uitgaat van internationale richtlijnen, verdragen of codes. Voorbeelden daarvan zijn de Universele Verklaring van de Rechten van de Mens, de kernprincipes van de Internationale Arbeidsorganisatie (ILO) de Verklaring van Rio, of de OESO-richtlijnen inzake ernstige vormen van corruptie.

3) Het risicorendementprofiel als leidraad

In hoeverre staat het dan een pensioenfonds vrij rekening te houden met internationale verdragen, codes en richtlijnen? Het antwoord is eenvoudig: dat mag, zo betoogt Maatman, zolang een pensioenfonds de belangen van de begunstigden niet achterstelt. Er is sprake van een achterstelling van begunstigden indien de mogelijkheden tot diversificatie zodanig worden beperkt dat het risicorendementprofiel van de totale

algemeen en vermogensbeheer in het bijzonder zijn immers bij uitstek activiteiten die op wereldschaal plaatsvinden. Het is van belang dat financiële dienstverleners erop mogen vertrouwen dat de prudent person-regel in Europa ten minste op hoofdlijnen dezelfde betekenis heeft als de prudent investor-rule naar Amerikaans recht. De OECD stelt zich dan ook op het standpunt dat een uiteenlopende interpretatie van de 'prudent person-principles' kan resulteren in 'imprudent attitudes', en dat het daarom wenselijk is "to define a common but flexible framework for such rules". Een interpretatie van de Europese prudent person-regel naar Anglo-amerikaans voorbeeld kan begripsverwarring en mogelijk geschillen voorkomen.

⁴ Dit geldt ook voor andere verdragen, waaronder het Verdrag van Ottawa. Dit verdrag verbiedt overheden die het hebben geratificeerd om anti-persoonsmijnen te produceren. Pensioenfondsen worden in het verdrag niet belet te investeren in producenten van deze categorie wapens.

portefeuille verslechtert ten opzichte van een portefeuille waarvoor geen restricties gelden. Zolang dit risicorendementprofiel niet verslechtert in vergelijking met een niet-gerestricteerde portefeuille, mogen sociale, ethische, governance of milieuoverwegingen worden meegewogen. Sterker nog, het is de fiduciaire plicht van een pensioenfonds om (bepaalde) ESG-factoren mee te wegen als vaststaat dat het rekening houden met deze factoren leidt tot een verbetering van het risicorendementprofiel. Onduidelijk is overigens over welk tijdsvak de meting moet worden verricht. Pensioenfondsen zijn lange termijn beleggers en verwacht mag worden dat op lange termijn het risicorendementprofiel niet mag verslechteren. Echter, de lange termijn kent altijd een begin. Daarmee komt de vraag op of en in hoeverre een korte termijn verslechtering geoorloofd is. Deze vraag vormt stof tot nadenken voor economen, juristen en beleggers.

In deel II van dit rapport gaan wij in op de implicaties van het voeren van een ESG-beleid op het risicorendementprofiel. In algemene termen geven wij hier de conclusie van Maatman weer: pensioenfondsen dienen terughoudend te zijn met uitsluitingen. Op ondernemingsniveau zijn evenwel voldoende alternatieve beleggingsmogelijkheden voorhanden om te verdedigen dat de uitsluiting van één onderneming geen negatieve invloed heeft op het risicorendementprofiel van de beleggingsportefeuille als geheel.

Pensioenfondsen beschikken derhalve over de mogelijkheid om rekening te houden met andere dan strikt financiële risicorendementsoverwegingen. Voorbeelden zijn: het gebruik van het stemrecht, het gebruik van het recht op informatie, het aangaan van een gesprek met een onderneming, een overheid of een andere entiteit die betrokken is bij sterk ongewenste gedragingen of activiteiten, of het uitsluiten van beleggingen in entiteiten die onder een voor een pensioenfonds kritische grens uitkomen.

4) De maatschappelijke acceptatie van pensioenfondsen

Naast de mogelijkheid om internationaal erkende uitgangspunten in het beleid mee te wegen als dit geen effect heeft op het risicorendementprofiel is er nog een mogelijkheid om deze uitgangspunten mee te wegen. Pensioenfondsen kunnen maatschappelijk zodanig onder druk komen te staan dat hun continuïteit in de huidige vorm in het gedrang komt. De 'license to operate' kan in gevaar komen. Daaronder wordt verstaan dat het bestaan van een pensioenfonds in zijn huidige vorm niet langer wordt getolereerd, aldus Maatman, omdat het zich onttrekt aan een maatschappelijk debat dan wel de gevolgen daarvan. De Europese Pensioenrichtlijn biedt ruimte om tegemoet te komen aan maatschappelijke argumenten. Ook volgens Freshfields Bruckhaus Deringer, zo gaven wij hiervoor aan, is een pensioenfonds gerechtigd op morele gronden ESG-overwegingen mee te nemen in de besluitvorming. Het fonds dient zich dan wel te kunnen legitimeren door te verwijzen naar een onder de begunstigden bestaande consensus. In paragraaf 5, als wij het hebben over de rol van de deelnemers en de begunstigden, komen wij hier nader over te spreken.

1.5 De zoektocht naar de ESG-graal?

ESG-informatie draagt soms ook bij aan een beter inzicht in de risico's en rendementen van de investering. Diverse (institutionele) beleggers gebruiken sociale, governance en milieu-informatie in de veronderstelling dat zij daarmee beter in staat zijn extra (absoluut) rendement te behalen. Volgens Freshfields, Bruckhaus and Deringer vervalt zelfs de vrijblijvendheid om ESG-informatie te betrekken bij de beleggingsbeslissingen als blijkt dat deze materieel van invloed zijn op het risicorendementprofiel van de totale portefeuille. Pensioenfondsen handelen in strijd met hun fiduciaire verantwoordelijkheid

als vast staat dat ESG-informatie materieel relevant is voor de uitvoering van de beleggingsstrategie en zij deze informatie bij de uitvoering daarvan achterwege laten. In deel II van dit rapport zal prof. dr. Rob Bauer ingaan op de vraag of het lonkend perspectief van een financiële ESG-graal een illusie is, dan wel gebaseerd is op een realistische inschatting van te behalen voordelen.

2. De opkomst van verantwoord beleggen

Recentelijk is een discussie opgekomen in hoeverre en op welke wijze pensioenfondsen en andere institutionele beleggers in hun beleggingsbeleid en de uitvoering daarvan rekening kunnen – en soms behoren te – houden met ESG-overwegingen. In het navolgende verhelderen wij het begrip ‘verantwoord beleggen’ om vervolgens kort in te gaan op de huidige stand van zaken in de ontwikkeling van verantwoord beleggen.

2.1 Verantwoord beleggen

2.1.1 De terminologie

Wie aandelen bezit verwerft daarmee een klein deel van het eigendom van een onderneming. De aandeelhouder is daarmee belanghebbend geworden in het handelen en de resultaten van de onderneming. Vanzelfsprekend zijn aandeelhouders geïnteresseerd in de financiële resultaten die het bedrijf behaalt. Kenmerkend voor een verantwoorde aandeelhouder is nu dat hij zich niet louter een risicodragend aandeel verschafte in de financiële exploitatie van de onderneming, maar in de aan- en verkoopoverweging sociale, governance en milieuaspecten betreft. Langzaam maar zeker begint zich ook onder obligatiehouders of beleggers in vastgoed en alternatieve beleggingscategorieën een belangstelling af te tekenen voor het vraagstuk van verantwoord beleggen. De term ‘verantwoord beleggen’ is nieuw, het verschijnsel zelf is dat niet. Wel worden ook andere termen gehanteerd, zoals maatschappelijk verantwoord beleggen, duurzaam beleggen of ethisch beleggen.

Een vergelijking met het bedrijfsleven

In het bedrijfsleven worden de termen maatschappelijk verantwoord ondernemen, duurzaam ondernemen en verantwoord ondernemen uiteenlopend aangetroffen. Weliswaar zijn de begrippen vanuit een verschillende achtergrond opgekomen, ze worden inmiddels volop door elkaar gebruikt. De term ‘*verantwoord ondernemen*’ is daarbij de laatste tijd sterk in opkomst. Voorbeelden van ondernemingen die expliciet spreken over ‘verantwoord ondernemen’ zijn, onder meer, ING, Aegon, Reed Elsevier, Numico, Nokia, General Motors, Nike, Merck, IBM, Tesco, 3M, Siemens, Intel, Schering-Plough, Walt Disney Company, BAE, Vodafone en O₂.

De term ‘duurzaam ondernemen’ – of de Engelse equivalent ‘sustainability’ – treft men onder meer aan bij DSM, Douwe Egberts, Delhaize, ABN AMRO, Philips, UPS, BASF en Roche. De term ‘maatschappelijk verantwoord ondernemen’ – of ‘corporate social responsibility’ – treft men onder meer aan bij Ahold, Nutreco, Fortis en PricewaterhouseCoopers. Naast deze generieke termen treft men in diverse ondernemingen meer specifieke benaderingen aan. Shell spreekt over ‘*environment and society*’. Unilever en ArcelorMittal hebben het over ‘sustainable development’, terwijl KPN spreekt over ‘maatschappelijk ondernemen’. Wolters Kluwer, TNT en AKZO NOBEL spreken over ‘*social responsibility*’. Wolters Kluwer heeft het over ‘sustainable entrepreneurship’ en bij Heineken, tot slot, staat de ‘Heineken Responsibility’ centraal.

Kader 1.2 Verantwoord, duurzaam, of maatschappelijk ondernemen

De termen ‘duurzaam beleggen’, ‘maatschappelijk verantwoord beleggen’ en ‘verantwoord beleggen’ zijn gelijkwaardig. Voor zover er een verschil bestaat is dat in de regel semantisch of gevoelsmatig van aard. In alle gevallen beoogt de besluitvormer rekening te houden met sociale, governance en milieuoverwegingen. Alle drie invalshoeken kenmerken zich door een pragmatische insteek: het aantal harde restricties op grond waarvan een belegger niet mag investeren is beperkt. Tevens richten beleggers zich overwegend op het genereren van een outperformance – al dan niet op de lange

termijn. De keerzijde van een dergelijk pragmatisme is dat het de belegger op voorhand vaak niet duidelijk is of en in welke mate het betrekken van sociale, governance of milieuvraagstukken acceptabel is. 'Ethisch beleggen', daarentegen, kenmerkt zich door een principiële gedrevenheid die op voorhand duidelijkheid biedt bij welke gedragingen en activiteiten de belegger niet betrokken zal zijn. De keerzijde van het ethisch beleggen zijn de mogelijk grotere beleggingsrisico's, voortkomend uit de principiële houding.⁵

2.1.2 Definitie

In 2005 nodigde de toenmalige Secretaris-Generaal van de Verenigde Naties, Kofi Annan, enkele van werelds grootste investeerders uit deel te nemen aan de ontwikkeling van de *Principles for Responsible Investment* (PRI). Het proces, dat werd gecoördineerd door de UN Global Compact en UNEP-FI, bracht vertegenwoordigers bijeen vanuit 12 landen en 20 institutionele beleggers. De beginselen weerspiegelen de kernwaarden van de institutionele, lange termijn beleggers. De VN voegt hier aan toe dat de beginselen niet louter bestemd zijn voor de grootste institutionele beleggers ter wereld, maar ook voor andere institutionele beleggers, vermogensbeheerders en professionele dienstverleners die zich herkennen in de beginselen. In navolging van de Verenigde Naties, die inmiddels brede steun hebben gekregen voor het beginselprogramma, geven wij in dit rapport de voorkeur aan de term **verantwoord beleggen**. Deze term omschrijven wij als:

beleggen op grond van financiële, sociale, governance en milieuoverwegingen en/of de beïnvloeding van bedrijven, overheden en andere relevante actoren op grond van deze overwegingen.

2.2 Een korte historische schets

Verantwoord beleggen vindt zijn oorsprong bij de Quakers in de Verenigde Staten in de achttiende eeuw. Deze religieuze beweging paste ethische uitgangspunten toe op het beleggingsbeleid door niet te investeren in de slavenhandel of de productie van oorlogstuig. De ethische inspiratie van de Quakers is tot op de dag van vandaag zichtbaar aanwezig in de Amerikaanse samenleving en in de financiële producten die betrokkenheid uitsluit bij uiteenlopende activiteiten zoals de productie en verkoop van tabak, alcohol, wapens, pornografie, of kansspelen.

Institutionele beleggers raakten betrokken bij ethische discussies naar aanleiding van de oorlog in Vietnam. Ondernemingen als Dow Chemical en Honeywell werden – aanvankelijk door religieuze beleggers, maar later ook door instituten – aangesproken op hun betrokkenheid bij de productie van napalm en anti-persoonswapens. CalPERS, CalSTRS, NYCERS en TIAA-CREF raakten overtuigd van de noodzaak van enige vorm van aandeelhoudersactivisme. Met name ten aanzien van de apartheidspolitiek in Zuid-Afrika toonden Amerikaanse beleggers zich actief – het New York City Employees' Retirement System (NYCERS) voorop.

Verantwoord beleggen heeft in Nederland een relatief korte historie. Weliswaar werd in de jaren tachtig een discussie gevoerd over de (on)wenselijkheid van investeringen in Zuid-Afrika ten tijde van het apartheidregime en houdt de vakbeweging al sinds decennia rekening met sociale en ethische vraagstukken bij de beleggingen, veel verder strekte de belangstelling nauwelijks. Een brede beweging zoals in de Verenigde Staten was in Europa en in Nederland afwezig. Het ASN Aandelenfonds was in 1993 het eerste

⁵ Een nadere uitwerking van de terminologie kan worden gevonden in bijlage I.1

Nederlandse aandelenfonds dat particulieren in staat stelde expliciet rekening te houden met sociale, ethische en milieucriteria. Aan de institutionele kant kreeg verantwoord beleggen in 1999 een impuls door de nota over verantwoord beleggen van het CNV, in 2000 gevolgd door die van de FNV. Ook binnen de koepelorganisaties is in het verleden gesproken over verantwoord beleggen. In de Beleggerscommissie van VB kreeg het onderwerp regelmatig aandacht terwijl VB ook betrokken is bij de VBDO. OPF gaf in 2003 aan verantwoord beleggen positief tegemoet te treden en riep de aangeslotenen op dit "maatschappelijk relevante thema te bespreken binnen het pensioenfonds". OPF voegde daaraan toe dat het aan de fondsen zelf is om daaromtrent te besluiten. De nota's en de standpunten van de koepels hebben bij diverse pensioenfondsen geleid tot soms intensieve discussies en vervolgstappen.⁶

2.3 Huidige stand van zaken

Over de huidige stand van zaken in de institutionele markt zijn geen valide uitspraken te doen. Weliswaar is duidelijk dat de belangstelling voor verantwoord beleggen groeit, maar betrouwbare cijfers zijn daaromtrent niet beschikbaar. Ten eerste zijn de metingen gebaseerd op zelfrapportage vanuit de pensioenfondsen. Ten tweede zijn de metingen niet controleerbaar, omdat de onderliggende data van de individuele pensioenfondsen niet worden gepresenteerd en verantwoord.

Het onderzoek *De Kracht van Pensioenfondsen* van het European Centre for Corporate Engagement van de Universiteit van Maastricht laat zien dat pensioenfondsen in de afgelopen jaren systematisch meer aandacht hebben gekregen voor verantwoord beleggen. Het onderzoek wijst uit dat de belangstelling bij, met name, ondernemingspensioenfondsen en bij kleinere pensioenfondsen is toegenomen in de periode 2003 – 2007. Van de pensioenfondsen die deelnamen aan het onderzoek gaf 59 procent aan te beschikken over een beleid, of daartoe opdracht te hebben gegeven aan een vermogensbeheerder. De implementatie van dat beleid kent nog wel zijn problemen, evenals de verantwoording over het beleid.

⁶ Een iets uitgebreidere historie van verantwoord beleggen is te vinden in bijlage I.2

3. Waarom verantwoord beleggen?

3.1 Redenen door de pensioenfondsen genoemd

In het onderzoek *De Kracht van Pensioenfondsen* is de pensioenfondsen de vraag voorgelegd waarom verantwoord beleggen relevant is. De belangrijkste overweging voor Nederlandse pensioenfondsen om sociale en milieufactoren te betrekken in het beleggingsproces vormt de aansluiting bij het corporate governance beleid. Andere overwegingen zijn:

- De deelnemers hechten waarde aan het onderwerp;
- de sponsor vindt het een belangwekkend vraagstuk;
- de vakbonden hebben een belangrijke stimulerende werking gehad;
- aandacht voor verantwoord beleggen past bij de missie van pensioenfondsen;
- aandacht voor verantwoord beleggen vergroot de reputatie van een fonds.

Opvallend genoeg is de groep pensioenfondsen die verantwoord beleggen relevant acht omdat het bijdraagt aan het verlagen van het risico of het verhogen van het rendement, relatief klein. Slechts één vijfde van de fondsen noemt financiële overwegingen om invulling te geven aan verantwoord beleggen. Tegen de achtergrond van hetgeen in het voorgaande is opgemerkt over de fiduciaire verantwoordelijkheid van de fondsen en het streven naar een verbetering van het risicorendementprofiel van de totale portefeuille, is dit gegeven op zijn minst opmerkelijk. In deel II komen wij nader te spreken over de relatie tussen verantwoord beleggen en rendement.

Naast de genoemde overwegingen spelen ook de identiteit van een pensioenfonds en de waarden van begunstigden een rol van betekenis. Diverse ondernemingspensioenfondsen sluiten in het beleggingsbeleid aan bij de waarden van de onderneming. Zo houden het Shell Pensioenfonds, het Ahold Pensioenfonds en het Unilever Pensioenfonds, Progress, rekening met de business principles van de onderneming in het te voeren beleid. Ook het UN Global Compact of de OESO Richtlijnen voor Multinationale Ondernemingen vormen bij enkele fondsen een inspiratie voor het voeren van beleid. Naast al deze motieven spelen nog andere overwegingen een rol: het universele karakter van de beleggingen, de kans om deelnemers te leren kennen, de maatschappelijke acceptatie van het beleggen door pensioenfondsen. Dit wordt in het navolgende uitgewerkt.

3.2 Universele beleggers

De wereld van de pensioenfondsen is veranderd. De macht van de fondsen is in de afgelopen decennia sterk toegenomen en heeft hen tot universele beleggers gemaakt. Een universele belegger is een institutionele belegger die investeert in een omvangrijk deel van de economie, deze beleggingen houdt voor de lange termijn en over het algemeen niet handelt anders dan om een portefeuille in stand te houden. Net als alle andere beleggers trachten universele beleggers hun beleggingsrisico's te minimaliseren door hun investeringen te spreiden. Dat doen ze zodanig dat hun portefeuille een redelijke afspiegeling vormt van het hele beleggingsuniversum. Met andere woorden, kenmerkend voor de 'universele belegger' is het belang dat hij heeft in de performance van de *gehele economie* en niet louter in die van individuele ondernemingen. Interessant genoeg, maakt dit uitgangspunt dat de universele belegger economisch belang heeft bij het minimaliseren van maatschappelijke kosten door individuele ondernemingen. Per slot van rekening geldt hier 'one firm's waste is another firm's expense'.

3.3 De kans om de deelnemers te leren kennen

Verantwoord beleggen is bij uitstek een terrein waarop een pensioenfonds de deelnemers kan leren kennen. De Tilburgse hoogleraar Kees Koedijk beklemtoonde in het gesprek met de commissie de uitgelezen mogelijkheid waarover fondsen beschikken om kennis te nemen van de opvattingen van de deelnemers. Koedijk zegt daarover:

“De deelnemer zal het ook waarderen als het fonds het gesprek aangaat. Socially Responsible Investing biedt een mogelijkheid om dit te doen op een manier die de deelnemer aanspreekt. (...) Bovendien is het een enorme kans om de deelnemers beter te leren kennen.”

Het bestuur dient te bepalen of en zo ja hoe het rekening wenst te houden met de denkbeelden van de deelnemers.

3.4 Maatschappelijke acceptatie

Pensioenfondsen bewegen zich op de kapitaalmarkt, de inkoopmarkt of de arbeidsmarkt. Veelal ongezoekt en ongewild opereren ze ook op de ‘markt van maatschappelijke acceptatie’. Dat is de markt waar fondsen hun maatschappelijk mandaat verkrijgen door de handel in reputatie en ‘licences to operate’ – zeg maar de legitimatie om diensten aan te bieden aan de samenleving in het algemeen en de deelnemers van pensioenfondsen in het bijzonder⁷.

Hoewel het beginsel van loyaliteit de ruimte voor pensioenfondsen beperkt om rekening te houden met andere belangen dan die van de begunstigen, dringt de samenleving zich steeds vaker aan de fondsen op. Uiteenlopende maatschappelijke stakeholders komen op voor een keur aan belangen, meestal uit hoofde van concrete groepen belanghebbenden in de samenleving. Waar de belangen van de begunstigen niet worden geschaad – of zelfs worden bevorderd – lijkt het adagium te gelden: ‘wat de jure niet verplicht is, kan de facto wenselijk of verstandig zijn’.

De sponsors van diverse ondernemingspensioenfondsen hebben de afgelopen jaren de betekenis van deze stelregel ervaren. De maatschappelijke ‘licence to operate’ vormt inmiddels voor veel ondernemingen een belangrijk element in de dagelijkse bedrijfsvoering. Sommigen achten het inspelen op de behoeften van klanten, medewerkers, lokale gemeenschappen en maatschappelijke organisaties zelfs van strategisch belang. Hierbij kan wel als kanttekening worden geplaatst dat pensioenfondsen niet behoeven te reageren op alle maatschappelijke signalen die op hen afkomen. Kennis nemen van relevante signalen lijkt wel verstandig, al bepaalt ook hier het bestuur uiteindelijk de koers.

Wat de jure wel verplicht is voor pensioenfondsen, is te opereren binnen de grenzen van het juridische en van de betamelijkheid, redelijkheid en billijkheid welke het maatschappelijk verkeer verlangt. Zeker, als schendingen van mensenrechten of zware aantasting van het milieu in het geding zijn, ligt de verantwoordelijkheid daarvoor allereerst bij een overheid of een onderneming. Maar in afgeleide zin en onder bepaalde voorwaarden delen beleggers in deze verantwoordelijkheid. Dat geldt bijvoorbeeld als zij een controlerend belang hebben in een bedrijf. Ook als hun belang minder omvangrijk is,

⁷ Op zichzelf is het niet nieuw dat ondernemingen opereren onder de tucht van de samenleving. Al sinds de opkomst van de eerste ondernemingen rond 1600 is duidelijk dat zij hun taken verrichtten op grond van het aan hen verleende maatschappelijk mandaat.

kan er sprake zijn van medeverantwoordelijkheid. Pensioenfondsen kunnen in brede zin worden beschouwd als 'lasthebbers' of 'opdrachtnemers'⁸. Maatman verwijst met deze termen naar de opdracht van de kapitaalverstrekkers om het vermogen van werknemers en werkgever(s) als een 'rentmeester' te beheren. Dit houdt onder meer in dat van een pensioenfonds mag worden verwacht dat het zicht heeft op de financiële én maatschappelijke gevolgen van het gevoerde beleid en zich vergewist van de mogelijke negatieve effecten voor de samenleving. Voormalig lid van het Amerikaanse Hooggerechtshof, Louis D. Brandeis, schreef over de verantwoordelijkheid van de aandeelhouder:

"When a person buys stock in any of those organizations of doubtful validity and of doubtful practices, he is not innocent; he is guilty constructively by law and should be deemed so by the community and held up to a responsibility."

Zelfs, zo vervolgt Brandeis, als de belegger niet beschikt over feitelijke informatie die wijst op mogelijk laakbaar handelen van ondernemingen, kan hij zijn handen niet in onschuld wassen. Door willens en wetens gebruik te maken van de mogelijkheden die de aandelenmarkt biedt, ontstaat medeverantwoordelijkheid voor de resultaten die bedrijven produceren – zowel financiële als niet-financiële:

*"It is his business and his obligation to see that those who represent him carry out a policy which is consistent with the public welfare. If he fails in that, so far as a stockholder fails in producing a result, that stockholder must be held absolutely responsible, except so far as it shall affirmatively appear that the stockholder endeavored to produce different results and was overridden by a majority"*⁹.

⁸ Maatman, R., *Het Pensioenfonds als Vermogensbeheerder*, Kluwer, Deventer, 2004, p.83.

⁹ Monks, A.G. en Minow, N., *Corporate Governance*, Blackwell, Oxford, 2001, p.107-108.

4. De rol van de begunstigden

De maatschappelijke betekenis die aan een spel of een sport toekomt, ligt uiteindelijk in de waardering door de toeschouwers. Hoe mooi het spel ook kan zijn voor de spelers zelf, de legitimatie ligt uiteindelijk in het voldoen aan de wensen van het publiek. Hoewel vermogensbeheer geen sport of spel is, vertoont het desondanks gelijkenissen daarmee. Pensioenfondsen proberen namelijk een zo hoog mogelijk rendement te behalen bij een aanvaardbaar risico – binnen de grenzen die de wet en de toezichthouders bepalen. De legitimatie voor deze activiteiten ligt uiteindelijk in het dienen van het belang van de toeschouwers: de begunstigden. Naar aanleiding van de uitzending van Zembla kwamen bij diverse fondsen de toeschouwers het veld op en spraken hun zorg uit over het getoonde spel. Met name de beleggingen in producenten van landmijnen en clusterbommen moesten het ontgelden. Mede als gevolg daarvan hebben enkele pensioenfondsen het initiatief genomen de toeschouwers (uit de eigen gelederen) te raadplegen, zoals Pensioenfonds Horeca en Catering en Pensioenfonds Metalekto (PME).

De mening van de begunstigden

In mei 2007 heeft PME 500 deelnemers, gepensioneerden en gewezen deelnemers geraadpleegd over verantwoord beleggen. Het onderzoek wees uit dat 84 procent van de respondenten toegang wilde hebben tot informatie over de beleggingen van het pensioenfonds. Een nog grotere meerderheid was van mening dat PME het pensioengeld netjes diende te beleggen. Nadere toespitsing wees uit dat 89 procent vond dat het pensioenfonds bedrijven dient aan te sporen tot duurzaam ondernemen en daarbij tevens rekening houdt met de mensenrechten; 88 procent wenste weg te blijven van investeringen in producenten van landmijnen en clustermunitie. Maar liefst 96 procent vond dat PME rekening dient te houden met kinderarbeid.

Kader 1.3 Raadpleging onder deelnemers, slapers en gepensioneerden door PME

De vraag die een bestuurder zich in zo'n geval stelt, luidt: 'Past het om in te gaan op de zorgen van de toeschouwers (uit eigen gelederen) en dient het beleid daarop te worden afgestemd?' Enige voorzichtigheid is geboden. Niet alleen verschillen deelnemers, gewezen deelnemers en gepensioneerden – anders dan in het bovenstaande geval van PME – vaak van mening, ook vormen de (actieve) respondenten niet altijd een afspiegeling van de totale populatie. Het bestuur blijft dus altijd verantwoordelijk voor het maken van een eigenstandige afweging, al is het raadzaam daarbij kennis te nemen van de inzichten van de begunstigden. Dat geldt des te meer omdat pensioengerechtigden veelal niet vrij zijn om van pensioenfonds te veranderen.

Bestuurders doen er in dit kader goed aan te kijken wat de rechtsgeleerden zeggen. Freshfields Bruckhaus en Deringer is duidelijk over de verantwoordelijkheid van bestuurders in het geval de begunstigden expliciete preferenties kenbaar maken:

“where the beneficiaries have expressed investment preferences in the fund instrument or otherwise, these preferences should be taken into account.”¹⁰

VBDO-directeur Giuseppe van der Helm ondersteunde in het gesprek met de commissie deze gedachte en voegde daar nog een overweging aan toe:

¹⁰ Freshfields Bruckhaus Deringer, *A legal framework for the integration of environmental, social and governance issues into institutional investment*, UNEP Financial Initiative, October 2005, p.8

“De begunstigden zullen niet actief reageren en hun visie kenbaar maken als zij daartoe niet worden uitgenodigd. Net als voor pensioenfondsen is verantwoord beleggen ook voor begunstigden een nieuw thema, en net als de pensioenfondsen zullen begunstigden hun verantwoordelijkheid moeten nemen en hun standpunt betreffende duurzaamheid bepalen. Indien pensioenfondsen openhartig communiceren met de begunstigden over duurzame doelen en dilemma's dan zal dat de onderlinge betrokkenheid en het gevoel van ownership van begunstigden versterken.”

Nederlandse pensioenfondsen bevinden zich momenteel in een beginstadium van consultatie van de begunstigden. Naast PME is tenminste van PGGM, Bpf. AVH, Pensioenfonds Predikanten en Pensioenfonds Horeca en Catering bekend dat zij actief hun deelnemers hebben geraadpleegd over verantwoord beleggen.

Hoewel de bovenstaande overwegingen helder zijn, zijn er grenzen aan de bevoegdheid van een pensioenfonds om in te gaan op de specifieke wensen van de begunstigden. Hiervoor hebben wij reeds aangegeven dat de eventuele veranderingen niet mogen leiden tot een verslechtering van het risicorendementprofiel van de totale portefeuille. Maatman voegt hier echter nog de eis van onpartijdigheid aan toe. Dat wil zeggen, het pensioenfonds is gerechtigd in te gaan op specifieke wensen van huidige begunstigden, als daarmee toekomstige begunstigden niet ten principale worden benadeeld. Van het bestuur mag dan ook een eigen, genuanceerde afweging van de belangen van de verschillende groepen begunstigden worden verwacht.

Zoals de Minister van Sociale Zaken en Werkgelegenheid het verwoordde tegenover de commissie:

“Het nemen van beleggingsbeslissingen vergt deskundigheid. Dit kan op gespannen voet staan met het democratische meerderheidsstandpunt van de deelnemers. Belangrijk is dat een pensioenfonds op transparante wijze met de deelnemers communiceert over het gevoerde en te voeren beleid.”

Toch laat Freshfields Bruckhaus Deringer ruimte voor een afwijkend standpunt. Een pensioenfonds is, aldus het advocatenkantoor, gerechtigd ESG-overwegingen mee te nemen in de besluitvorming en ondernemingen uit te sluiten 'beyond financial return', als aan een dergelijk besluit de consensus onder alle begunstigden ten grondslag ligt. Ook als consensus niet kan worden vastgesteld:

“there will be a class of investments that a decision-maker is entitled to avoid on the grounds that their ESG characteristics are likely to make them so repugnant to beneficiaries that they should not be invested in, regardless of the financial return that they are expected to bring.”¹¹

Heldere parameters ontbreken voor het vaststellen van deze 'class of investments', maar het gaat dan om schendingen van breed gedeelde uitgangspunten die zijn vastgelegd in internationale verdragen, conventies en richtlijnen. Pensioenfondsbesturen hebben daarmee een eigen verantwoordelijkheid in het afwegen van de belangen van de huidige en toekomstige begunstigden.

¹¹ ibidem, p.12

5. De verantwoording

Van een pensioenfonds mag worden verwacht dat het zich verantwoordt over het beleid en de uitvoering daarvan. In het voorgaande is reeds enige keren ter sprake gekomen dat een pensioenfonds zich dient te verantwoorden voor de gemaakte keuzen, zeker als deze van invloed zijn op het risico of het rendement van (onderdelen van) de totale beleggingsportefeuille. Maar los van de invloed op risico's en rendementen is elk pensioenfonds op grond van de Actuariële en Bedrijfstechnische Nota gehouden tot het opstellen van beleggingsbeginselen en zich daarover te verantwoorden. In het geval een pensioenfonds rekening wenst te houden met ESG-aspecten is het gepast om in de verklaring inzake de beleggingsbeginselen daar melding van te maken. Daarnaast beveelt richtlijn RJ 400 van de Raad van de Jaarverslaggeving pensioenfondsen aan om rekening te houden met sociale, ethische en milieuverantwoordelijkheden en daarover verantwoording af te leggen.

Pensioenfonds Productschappen (PFP)

PFP is niet alleen verantwoording verschuldigd aan de deelnemers, gepensioneerden en aangesloten werkgevers. Als institutionele belegger heeft het fonds ook een maatschappelijke verantwoordelijkheid. Beleggingstransacties kunnen ondernemingen of overheden in staat stellen om te handelen op een manier die niet in overeenstemming is met de normen en waarden waarover in onze samenleving overeenstemming bestaat. De invloed van de door PFP verrichte transacties op het handelen door ondernemingen of overheden is natuurlijk zeer beperkt. Het belang van de beleggingen van het fonds in de totale financiering van individuele ondernemingen en overheden is in het algemeen namelijk gering, mede vanwege de door het fonds beoogde spreiding. Toch wenst PFP ook bij de uitvoering van haar beleggingsbeleid rekening te houden met de normen en waarden waarover in onze samenleving overeenstemming bestaat.

Kader 1.4 Pensioenfonds Productschappen

Pensioenfondsen kunnen mogelijk het een en ander opsteken van ondernemingen die in de afgelopen decennium ervaring hebben opgedaan met het proces van verantwoording over sociale, ethische, governance en milieufactoren. Toonaangevende ondernemingen hebben de afgelopen jaren het voortouw genomen en inmiddels is maatschappelijke verslaggeving in Nederland en daarbuiten breed geaccepteerd. In absolute aantallen neemt ons land zelfs de achtste plaats in wereldwijd. Relatief gezien behoort Nederland daarmee tot de koplopers in de wereld.¹²

Transparantie vormt een belangrijke katalysator voor ondernemingen om voortgang te boeken met hun beleid en activiteiten op het gebied van duurzaamheid en verantwoord ondernemen. Daarnaast onderkennen ondernemingen en beleggers dat niet-financiële zaken als klimaatverandering en bestuurdersbeloning een steeds grotere impact op de investeringswaarde van een onderneming krijgen. Juist pensioenfondsen met hun lange termijn investeringsperspectief hechten belang aan prestaties die de lange termijn waardeontwikkeling van ondernemingen – en van de economie als geheel – positief beïnvloeden. Een belangrijke ontwikkeling die zich in het afgelopen decennium heeft afgetekend binnen het bedrijfsleven is de ontwikkeling van een breed gedragen kader voor rapportage. Dit kader is ontwikkeld door het Global Reporting Initiative (GRI).

¹² Deze paragraaf is mede gebaseerd op een bijdrage van PricewaterhouseCoopers aan het werk van de commissie, welke is opgenomen als bijlage 1.4 bij dit rapport.

Het raamwerk wordt internationaal erkend als dé wereldwijde standaard voor ESG-verslagen. Een duizendtal bedrijven in 60 verschillende landen gebruikt de GRI-richtlijn als rapporteringstandaard (www.globalreporting.org). In Nederland brengt een honderdtal bedrijven een separaat maatschappelijk jaarverslag uit. In vrijwel alle gevallen worden de GRI-richtlijnen gebruikt.

Ook voor pensioenfondsen kan het raamwerk nuttig zijn in het kader van de verantwoording over verantwoord beleggen; niet noodzakelijk om het kader te volgen, maar om te leren van de lessen uit het bedrijfsleven en de mogelijke valkuilen in het kader van rapportage. Een bruikbare systematiek voor de rapportage verdient aanbeveling. Dat begint met een toelichting op beleid en de aanvaardbaarheid van eventuele restricties. Vervolgens zouden pensioenfondsen kunnen nadenken over het verstrekken van informatie aan de begunstigen – en eventueel aan derden – over de samenstelling van de portefeuille, de achtergrond van beslissingen tot toelating of uitsluiting van bedrijven in beleggingsportefeuilles, uitleg van een ‘best in class’-benadering, een uitleg over engagement en stemgedrag, enzovoorts.

6. De gearriveerde toekomst

J' accuse. Kortere kan de door Zembla fel aangezwengelde discussie over verantwoord beleggen nauwelijks worden getypeerd. Op de aanklacht valt wel wat af te dingen, maar het effect is er niet minder reëel om. Het voorbeeld van Zembla staat overigens niet op zichzelf¹³. Als gevolg van de sterke groei van de media en van nieuwe technologie zoals internet, zijn maatschappelijke vraagstukken bijzonder zichtbaar. Dat levert een verwachtingspatroon op bij het publiek. Men verwacht openheid en transparantie van ondernemingen, overheden en in toenemende mate van financiële instellingen. De media en belangenorganisaties treden daarbij op als de vertegenwoordigers van het publiek. Zij zijn de 'bewakers van het maatschappelijk verwachtingspatroon'.

De praktijk wijst dagelijks uit dat het kennelijk niet eenvoudig is adequaat om te gaan met maatschappelijke verwachtingen. Op de markt van maatschappelijke acceptatie, waar een intensief ruilverkeer plaatsvindt tussen ondernemingen, overheden, maar ook pensioenfondsen enerzijds en maatschappelijke organisaties anderzijds, komen steeds weer nieuwe onderwerpen op. Klimaatverandering is momenteel 'hot', maar dat geldt ook voor fair trade of internationale arbeidskwesties, zoals kinderarbeid of slavernij. Maatschappelijke organisaties, zoals niet-gouvernementele organisaties, lopen daarbij voorop in het formuleren van de agenda. Dat is ook hun rol.

De ervaring in het maatschappelijk verkeer leert dat bedrijven, overheden en ook pensioenfondsen er mogelijk verstandig aan doen duidelijk te maken waar zij voor staan als het om maatschappelijke vraagstukken gaat. Dat kan voor ondernemingen in de vorm van een bedrijfscode of een verklaring van algemene beleidsuitgangspunten. Voor pensioenfondsen kan dit in de verklaring inzake de beleggingsbeginselen die elk pensioenfonds dient op te stellen op grond van artikel 12 van de Europese Pensioenrichtlijn. Dit houdt in dat in de ABTN een verklaring is opgenomen omtrent de toegepaste wegingsmethoden voor beleggingsrisico's, de risicobeheersprocedures en de strategische allocatie van activa in het licht van de aard en de looptijd van de pensioenverplichtingen. Het kan in dit kader dienstig zijn voor pensioenfondsen het beleid te delen met anderen.

Nu kunnen bedrijven, overheden of pensioenfondsen een onderwerp ook als niet relevant aanmerken. De vraag is of ze daar verstandig aan doen. Stakeholders zijn steeds vaker in staat hun eigen relevantie op te leggen aan een organisatie, daarbij de media als versterker en versneller gebruikend. Zo kan een incident dat zich aanvankelijk in de marge bevindt, in korte tijd uitgroeien tot een maatschappelijk relevant vraagstuk. Stakeholders verwachten steeds vaker dat organisaties, waaronder pensioenfondsen, zicht hebben op maatschappelijke vraagstukken en daarop een visie ontwikkelen.

Pensioenfondsen zijn zich meer dan in het verleden bewust geworden van de samenleving die iets vindt van het beleggingsbeleid. Het is de verantwoordelijkheid van het bestuur van een pensioenfonds een visie te ontwikkelen op het hanteren van sociale, ethische, governance of milieuoverwegingen bij het realiseren van de missie van het pensioenfonds. Wat het bestuur niet in de hand heeft, is dat de intensiteit waarmee maatschappelijke vragen op haar bord komen te liggen is toegenomen – en in de

¹³ Voor deze paragraaf hebben wij onder meer gebruik gemaakt van de in bijlage I.5 opgenomen bijdrage van Hill & Knowlton.

komende tijd mogelijk nog verder zal toenemen. Dat betekent dat huidige belanghebbenden die de nadelige gevolgen ondervinden van de economische groei én de toekomstige generaties reeds nu appelleren aan het verantwoordelijkheidsbesef van de bestuurders. De oproep komt bovenop het dienen van de (financiële) belangen van de begunstigen die nu en in de toekomst belang hebben bij een aanvaardbare premie en een optimaal pensioen. *De toekomst is gearriveerd* omdat deze financiële en maatschappelijke aanspraken hier en nu om een antwoord vragen van de bestuurders van pensioenfondsen. Daarbij spelen risico en rendement een doorslaggevende rol. In het voorafgaande hebben wij trachten aan te geven dat het daarbij niet kan blijven, maar dat ook de 'R' van redelijkheid een belangrijke rol speelt in het besluitvormingsproces. Deze laatste R zoekt naar een evenwichtige balans tussen de aanspraken van alle stakeholders. Dat de aanspraken van de begunstigen te allen tijde leidend dienen te zijn doet niets af aan de zorgvuldigheid waarmee een pensioenfonds ook de belangen van anderen dan de deelnemers, de gewezen deelnemers en de gepensioneerden dient mee te wegen. Wie grote voeten heeft, past nu eenmaal op waar hij deze neerzet.

Deel II Het spel

Samenvatting deel II

Deel II vormt het praktische deel van dit rapport. Na een inleiding kent het de volgende structuur:

- 1) visie;
- 2) beleid;
- 3) uitvoering;
- 4) verantwoording.

Na de inleiding in hoofdstuk 1 vormt de eerste stap de formulering van een visie op basis van een analyse van de ontwikkelingen in de omgeving van een pensioenfonds en de eigen sterkten en zwakten. Hoofdstuk 2 is gewijd aan dit proces van visieontwikkeling. Op grond van deze visie dient het bestuur een besluit te nemen omtrent het voeren van een beleid. In hoofdstuk 3 komen de vragen aan de orde die een pensioenfonds dient te beantwoorden als het bestuur besluit een beleid te ontwikkelen:

- De strategie(ën) die het fonds wenst toe te passen;
- het bereik van het beleid;
- de criteria waar het bestuur rekening mee wenst te houden;
- het uiteindelijke oordeel over het handelen van ondernemingen, overheden en andere entiteiten waar het fonds in wenst te beleggen.

Vervolgens komt in hoofdstuk 4 de vraag aan bod hoe pensioenfondsen uitvoering geven aan verantwoord beleggen. Wordt een gekozen strategie toegepast op het interne vermogensbeheer, of ook op externe mandaten? Wordt deze toegepast op mandaten en op fondsen, op actieve en op passieve beleggingsoplossingen, op Europese, Amerikaanse en Aziatische vermogenstitels? Kortom: wat doet een pensioenfonds om ervoor te zorgen dat het beleid ook daadwerkelijk wordt geïmplementeerd? Als een pensioenfonds besluit de strategie(ën) te implementeren dan blijkt dat het veelal behoefte heeft aan ondersteuning door externe dienstverleners. Dit rapport schetst een aantal overwegingen die pensioenfondsen kunnen gebruiken bij het selecteren van een dienstverlener. Namen van gekwalificeerde dienstverleners specificeert de commissie niet.

Een belangrijk vraagstuk waar pensioenfondsen zich over dienen te buigen is dat van het risicorendementprofiel. Kost verantwoord beleggen geld, of levert het juist geld op bij een gelijkblijvend risico? In een uitvoerige bijdrage staat de commissie stil bij dit vraagstuk en komt tot de conclusie dat overwegingen van risico en rendement over het algemeen geen barrière opwerpen voor het voeren van een verantwoord beleggen beleid en de uitvoering daarvan.

Hoofdstuk 5 is gewijd aan de verantwoording door het bestuur over het beleid en de uitvoering daarvan. Daarbij komen aan de orde: verantwoording als bedreiging of als kans en vraaggestuurde versus aanbodgestuurde verantwoording.

Dit rapport wordt afgesloten met een slotbeschouwing.

1. Inleiding

"In de eerste plaats zullen ecologische thema's hoog op de agenda staan. (...) Verder krijgen we te maken met de restanten van de 'race to the bottom'. Het gaat hierbij om het doen van investeringen in democratisch onderontwikkelde landen, die bijvoorbeeld de mensenrechten veronachtzamen. De publieke aandacht voor de betrokkenheid van pensioenfondsen bij de handel in geweldsmiddelen blijkt en blijft ook."

*Ruud Lubbers
Voormalig Minister-president*

Voor veel Nederlandse pensioenfondsen vormde de uitzending van Zembla in maart 2007 over verantwoord beleggen een 'wake-up call'. In menig bestuurskamer werd naar aanleiding van de uitzending de vraag gesteld: 'Beleggen wij ook in producenten van landmijnen en clustermunities?' Direct daarop volgde de vraag: 'Moeten wij iets met het vraagstuk van verantwoord beleggen?'

Om een antwoord te geven op de eerste vraag hebben diverse pensioenfondsen een inventarisatie laten maken van hun portefeuille. Voor passief beleggende pensioenfondsen was het antwoord op voorhand duidelijk: de betreffende producenten maken onderdeel uit van de index en daarmee van de beleggingsportefeuille. Voor actief beleggende pensioenfondsen lag de vraag genuanceerder, maar ook daar bleken diverse pensioenfondsen te beleggen in fabrikanten van de omstreden producten. Voor een deel van de fondsen vormde het aantreffen van deze beleggingen voldoende reden om tot desinvestering over te gaan. De exercitie werd nuttig bevonden en hoewel daar geen onderzoek naar is verricht, is de verwachting gerechtvaardigd dat het aantal pensioenfondsen dat regelmatig de beleggingsportefeuille laat inventariseren op betrokkenheid bij ongewenste gedragingen en activiteiten zal toenemen.

Op de vraag of een pensioenfonds iets moet met het vraagstuk van verantwoord beleggen is uiteenlopend geantwoord. Dat laat onverlet dat in de loop van het jaar pensioenfondsen zijn gaan nadenken over de noodzaak tot het ontwikkelen van beleid, de formulering en implementatie daarvan en de verantwoording over een (eventueel te ontwikkelen) beleid. In dit kader mag van een bestuur een **visie** worden verwacht. Dat geldt voor alle besturen: grote én kleine fondsen, bedrijfstakpensioenfondsen, ondernemingspensioenfondsen én beroepspensioenfondsen, zelfbeleggende fondsen én fondsen die het beheer van hun vermogen uitbesteden. Dat beleid kan – na ampele overwegingen – ook inhouden dat het pensioenfonds geen noodzaak ervaart tot het stellen van nadere regels. Mocht het bestuur besluiten een beleid te voeren, dan dient het aan te geven welke de **beleidsuitgangspunten** zijn en tot hoever het beleid strekt. Heeft dit beleid betrekking op de gehele beleggingsportefeuille of beperkt het zich tot delen van de portefeuille? Vervolgens is de vraag in hoeverre pensioenfondsen hun asset managers tijdig en voldoende instrueren over het beleid en de implicaties daarvan voor de **uitvoering** van het vermogensbeheer. En tot slot komt de vraag op in hoeverre pensioenfondsen zich **verantwoorden** over het gevoerde beleid en de uitvoering daarvan. Deze elementen bepalen de hoofdindeling van Deel II van dit rapport.

Om pensioenfondsen enigszins een beeld te geven van het proces van verantwoord beleggen schetsen wij aan het begin van dit deel een systematische aanpak in vier stappen, waarin de bovenstaande kernelementen terugkomen.

Verantwoord Beleggen in Vier Stappen

Visie

Voer een heldere discussie in het bestuur over verantwoord beleggen. In dit kader kunnen de volgende onderwerpen aan bod komen:

- De definitie van verantwoord beleggen;
- de omschrijving van fiduciaire en maatschappelijke verantwoordelijkheid;
- de visie van het bestuur op verantwoord beleggen;
- de redenen om al dan niet verantwoord te willen beleggen;
- de verschillende beleggingsstrategieën en de gevolgen daarvan;
- de relevante criteria en de operationalisering daarvan.

Beleid

Leg het besluit van het bestuur om al dan niet beleid te voeren op het terrein van verantwoord beleggen vast. Bijvoorbeeld de Verklaring inzake de Beleggingsbeginselen en geef daarbij aan:

- De gekozen strategie of combinatie van strategieën;
- de criteria;
- de wijze van uitvoering;
- de kaders waarbinnen de uitvoering moet plaatsvinden;
- de evaluatie en verantwoording.

Het verdient aanbeveling het document openbaar te maken en te communiceren, bijvoorbeeld via nieuwsbrief, een website, of het jaarverslag.

Uitvoering

Als een pensioenfonds kiest voor intern vermogensbeheer, dan heeft de manager behoefte aan relevante ESG-informatie. Een externe informatieleverancier kan deze informatie verstrekken. Kiest het fonds voor extern beheer, dan vraagt de uitvoering overleg met externe managers die de criteria kunnen integreren in het beleggingsproces. Valt de keuze op engagement, dan vereist dat veelal de raadpleging van een gespecialiseerde dienstverlener. Het bestuur van het pensioenfonds mag verwachten dat regelmatig, bijvoorbeeld per kwartaal, de voortgang van verantwoord beleggen wordt gemonitord. De entiteiten in portefeuille dienen regelmatig te worden beoordeeld, om vast te stellen of zij (nog) voldoen aan de gestelde eisen.

Verantwoording

Het is raadzaam tenminste één keer per jaar een rapportage te ontvangen waarin de prestaties op het vlak van verantwoord beleggen worden afgezet tegen de doelstellingen. Waar afwijkingen worden geconstateerd is een verklaring gewenst. Daarbij gaat het, bijvoorbeeld, om:

- De performance van het beheer in termen van risico en rendement;
- het ESG-gehalte van de portefeuille en de daarin opgenomen fondsen;
- de kosten van de ondersteuning en uitvoering.

In een tijd van openheid en verantwoording past het om de resultaten van verantwoord beleggen openbaar te maken en te delen met de begunstigden – en desgewenst met relevante stakeholders. Het verdient aanbeveling dat het bestuur jaarlijks de voortgang bespreekt en waar nodig de gekozen aanpak bijstelt.

Kader II.1 Vier stappen van verantwoord beleggen

Deze stappen zullen in de navolgende hoofdstukken worden uitgewerkt, waarbij elke stap als richtsnoer geldt voor een apart hoofdstuk. De nadruk in dit deel ligt op de stappen 2 en 3: beleid en uitvoering.

2. De visie van een pensioenfonds

“De inspanningen voor een betere wereld moeten blijven en pensioenfondsen hebben een belangrijke rol bij het levend houden van dat idee. Ook de vakbonden blijven – hoewel hun einde al vele malen is voorspeld – daar een belangrijke rol bij spelen. Bedrijven hebben een gebrek aan morele verbeeldingskracht en als er geen druk van buiten is dan gebeurt er niet veel dat kan bijdragen aan een betere wereld.”

*Paul van der Heijden
Hoogleraar Internationaal Arbeidsrecht
Rector Magnificus Universiteit Leiden*

Leeswijzer

Dit hoofdstuk gaat over de visie van een pensioenfonds op verantwoord beleggen. Achtereenvolgens komen aan de orde: de fiduciaire verantwoordelijkheid van een pensioenfonds, een analyse van de omgeving en van de karakteristieken van het pensioenfonds en een korte beschouwing over de visie in praktijk.

2.1 Verantwoordelijkheid en visieontwikkeling

Binnen de regels van het spel is het aan het bestuur van het pensioenfonds om de lijnen uit te zetten, de strategie te bepalen, het team van uitvoerders samen te stellen, de prestaties te monitoren en verantwoording af te leggen aan de begunstigden. Die regels hebben in de eerste plaats betrekking op dwingend en regelend Europees en Nederlands recht. Het vraagstuk van de fiduciaire verantwoordelijkheid dat wij in deel I nader hebben uitgewerkt, speelt daarbij een belangrijk rol. Onderstaand kader vat de bevindingen inzake de fiduciaire verantwoordelijkheid van het bestuur van een pensioenfonds uit deel I samen.

De fiduciaire verantwoordelijkheid van een Nederlands pensioenfonds

Op grond van de Europese Pensioenrichtlijn en de Nederlandse pensioenwetgeving dragen pensioenfondsen de verantwoordelijkheid om tenminste:

- 1) Het vermogen te beheren in het financieel belang van de begunstigden;
- 2) het beheer *in vrijheid* deskundig uit te voeren op een wijze die
 - de veiligheid,
 - de kwaliteit,
 - de liquiditeit,
 - het rendement van *de portefeuille als geheel* waarborgt;
- 3) de begunstigden – zowel de huidige als toekomstige – gelijk te behandelen;
- 4) geen restricties te accepteren die op lange termijn het risicorendementprofiel van de totale beleggingsportefeuille zonder voldoende legitimatie nadelig beïnvloeden;
- 5) de activa naar behoren te diversificeren;
- 6) over het beleid en de uitvoering daarvan verantwoording af te leggen.

Kader II.2 Ruimte voor ESG-overwegingen

De uitvoering van het beleid dient te geschieden op basis van een coherente visie op de missie, de taken en de verantwoordelijkheden van een pensioenfonds en op toekomstige ontwikkelingen. De visie vraagt tevens om inzicht in ontwikkelingen in de omgeving van het fonds en in de eigen mogelijkheden en beperkingen. De onderstaande vragen helpen fondsen bij het maken van een eerste inventarisatie.

Omgevingsanalyse

Een pensioenfonds dat een heldere omgevingsanalyse wil maken op het vlak van verantwoord beleggen, komt onder meer voor de volgende vragen te staan:

- Wat zeggen Nederlandse en Europese wetten, regels en richtlijnen over de ruimte voor pensioenfondsen om verantwoord beleggen in te vullen?
- Welke ontwikkelingen doen zich voor in de wetgeving en welke zijn in de nabije toekomst te verwachten?
- Welke trends doen zich voor in de markten waarin het pensioenfonds opereert inzake verantwoord ondernemen en verantwoord beleggen?
- Welke financieel en ESG-verantwoorde investeringsmogelijkheden doen zich voor in de verschillende markten waarin het pensioenfonds belegt?
- Wat zijn de beperkingen van ESG-verantwoorde investeringen, zowel financieel, maatschappelijk als reputationeel?
- Welke maatschappelijke vraagstukken doen zich in de markten voor die een relatie hebben met het beleggingsbeleid van het pensioenfonds?
- Welke druk is uit de samenleving te verwachten op het beleid van de pensioenfondsen ten aanzien van deze vraagstukken?
- Wat doen andere pensioenfondsen op dit terrein?

Pensioenfondsanalyse

- Sluit verantwoord beleggen aan bij de identiteit van het pensioenfonds?
- Sluit verantwoord beleggen aan bij de verwachtingen van de begunstigden?
- Sluit verantwoord beleggen aan bij de verwachtingen van de werkgever(s), respectievelijk de sponsor?
- Welke maatschappelijke vraagstukken passen in een strategische uitwerking?
- Past het vraagstuk binnen het op lange termijn gerichte beleggingsbeleid?
- Heeft het pensioenfonds (tijdelijk) andere zorgen die de invoering van een verantwoord beleggingsbeleid belemmeren?
- Past verantwoord beleggen binnen het actieve/passieve beleggingsbeleid?
- Leidt verantwoord beleggen volgens het fonds tot een hoger/lager rendement?
- Beschikt het pensioenfonds over voldoende kennis en expertise?
- Kan het vraagstuk intern worden uitgewerkt en uitgevoerd?
- Zijn de vermogensbeheerders in staat verantwoord te beleggen?
- Zijn er mogelijkheden tot samenwerking met andere fondsen?
- Kunnen de kosten worden verantwoord?

SWOT-analyse

Het Pensioenfonds Medewerkers Apotheken (PMA) heeft op een systematische wijze de sterkten en zwakten verkend van de eigen organisatie – en die van de sector – die de ontwikkeling van verantwoord beleggen stimuleren of juist belemmeren. Tevens is gekeken naar de kansen en bedreigingen die zich in de omgeving van het pensioenfonds voordoen. Het onderzoek toont onder meer dat pensioenfondsen op grond van sterkten, zoals hun soliditeit, visie, omvang en langetermijnhorizon bij uitstek gepositioneerd zijn om kansen te pakken op het terrein van verantwoord beleggen, zoals het investeren in duurzame infrastructuur, in oplossingen voor klimaatverandering, of in ontwikkelingslanden.

Kader II.3 Strategische analyse sterkten, zwakten, kansen en bedreigingen

2.2 De visie in praktijk

Een visie dient praktisch uitvoerbaar te zijn. Een visie die niet scherp is geformuleerd of niet haalbaar is, ontbeert sturende kracht in de uitvoering. De kracht, kennis en kunde van het bestuur om de visie uit te dragen en daar steun voor te vinden in de uitvoering zal een belangrijke bepalende factor zijn in de verwezenlijking van de visie en de doelstellingen van het fonds. Die doelstellingen vallen uiteen in drie clusters:

1) Financiële doelstellingen

Financiële doelstellingen gericht op het behalen van een zo hoog mogelijk rendement bij een aanvaardbaar risico sluiten expliciet aan bij de fiduciaire taak van het pensioenfonds. Het streven is erop gericht om verantwoord beleggen op lange termijn te laten uitmonden in een hoger en stabiel rendement, respectievelijk in een betere kwaliteit van ondernemingen die deel uitmaken van het universum.

2) Maatschappelijke doelstellingen

Een pensioenfonds kan ook sociale, ethische of milieudoelstellingen hebben die mede in het beleggingsbeleid tot uitdrukking komen. Het is van belang dat het fonds de aandachtsgebieden definieert waar het een verantwoordelijkheid aanvaardt en bepaalt welke doelstellingen het wenst te realiseren.

3) Doelstellingen gericht op acceptatie deelnemers en samenleving

Vertrouwen speelt een belangrijke rol in het besturen van een pensioenfonds. Het gaat dan om het vertrouwen van de deelnemers in het bestuur. Maar ook het vertrouwen dat de samenleving stelt in een pensioenfonds is van belang voor het functioneren ervan – op de korte en de lange termijn. Het ontbreken van vertrouwen kan leiden tot politieke interventies en uiteindelijk tot wetgeving.

Bij het vaststellen van de doelstellingen speelt een rol of het pensioenfonds gekend wil worden als een voorloper of een volger. Een voorloper met een sterke visie op verantwoord beleggen is PGGM. De leiding draagt de visie met kracht uit en heeft de visie in beleid vertaald. Kader II.4 schetst een excerpt uit de visie van het fonds.

Elementen uit de visie van PGGM

Verantwoord Beleggen is een aspect van de fiduciaire taak van het fonds. De fiduciaire opdracht is, in lijn met de verplichtingen van het fonds, gericht op de lange termijn.

PGGM is als universele belegger afhankelijk van een goed functionerend financieel en maatschappelijk systeem. PGGM bezit een dwarsdoorsnee van wereldwijd beschikbare beleggingen. Risico en rendement van de beleggingen worden in hoge mate bepaald door goed functionerende markten, economieën, sectoren en vennootschappen. Aandacht voor en het stimuleren van goed functionerende markten is daarom onderdeel van onze fiduciaire taak.

Tegelijkertijd ziet PGGM Verantwoord Beleggen als een belangrijke uiting van haar identiteit: "PGGM wil, vanuit de identiteit van het fonds en haar deelnemers, door de integratie van Verantwoord Beleggen in het beleggingsbeleid bijdragen aan een hoog en stabiel rendement."

In het beleid en de uitvoering moet daarom herkenbaar en toetsbaar zijn dat PGGM zich richt op duidelijke beginselen en uitgangspunten die het verantwoord acteren reflecteren. Concreet kan dit betekenen dat PGGM daarom niet in bepaalde bedrijven zal beleggen of met bepaalde partijen zaken zal doen.

Kader II.4 Elementen uit de visie van PGGM

Niet zelden zal het bestuur van een pensioenfonds de uitwerking van een (visie op) beleid opdragen aan de beleggingsadviescommissie, aan een vermogensbeheerder of aan een consulent. De uiteindelijke verantwoordelijkheid voor het beleid ligt echter bij het bestuur, dat zich zal moeten buigen over de ingebrachte voorstellen. In een tijd waarin 'pension fund governance' een belangrijk vraagstuk is, blijft de betrokkenheid van het bestuur een noodzakelijke randvoorwaarde. Het is ook het bestuur dat uiteindelijk verantwoording aflegt over het beleid en de uitvoering daarvan.

3. Het beleid van een pensioenfonds

“Het is niet eenvoudig om goede normen voor beleggingsbeleid te ontwikkelen, die een antwoord zijn op de maatschappelijke druk. Het is heel verstandig als de pensioensector gezamenlijk optrekt.”

*Alexander Rinnooy Kan
Voorzitter Sociaal Economische Raad*

Leeswijzer

Dit omvangrijke hoofdstuk gaat over het beleid van een pensioenfonds inzake verantwoord beleggen. Achtereenvolgens komen aan de orde:

- **Vier mogelijke antwoorden op de gestelde uitdagingen**
- *Strategieën van verantwoord beleggen*
- *Het bereik van het beleid*
- *ESG-vraagstukken en criteria in het beleid*
- *De beoordeling van ondernemingen, overheden en andere entiteiten*

Dit hoofdstuk beoogt pensioenfondsen praktische handvatten te bieden voor het (al dan niet) formuleren van een beleid en de elementen van dat beleid.

3.1 Vier mogelijke antwoorden op de gestelde uitdagingen

Elk bestuur dat nadenkt over de vraag of het een beleid dient te ontwikkelen, kan in beginsel kiezen uit vier wegen: afwijzen, afwachten, beleggen en flankeren.

Afwijzen

Een pensioenfonds kan menen dat het geen taak heeft om in het beleggingsbeleid rekening te houden met het gedrag of de activiteiten van bedrijven of andere entiteiten waarin wordt belegd op ESG-terrein. Daar kan het bestuur, na rijp beraad, goede redenen voor hebben. Daarvan moet worden onderscheiden het bestuur dat onbereflecteerd elke verantwoordelijkheid negeert. In het kader van een verantwoord pensioenfondsbestuur komt de laatste opstelling steeds sterker onder druk te staan.

Afwachten

Een pensioenfonds kan van mening zijn dat een sociale, ethische, governance of milieustorm weer overwaait. Voortdurend monitoren van de storm kan een fonds tot de conclusie brengen dat het (geen) maatregelen dient te nemen.

Beleggen

Een pensioenfonds kan alles afwegend van mening zijn dat het beleid wenst te voeren inzake verantwoord beleggen. Een direct op het beleggingsproces betrekking hebbend beleid kan onder meer bestaan uit:

- Het op voorhand uitsluiten van bepaalde beleggingen.
- Het beëindigen van beleggingen die niet voldoen aan de gestelde eisen.
- Het aangaan van een gesprek met de onderneming, overheid of entiteit.
- Het stemmen op ESG-gerelateerde resoluties:
 - door te stemmen op voorliggende resoluties,
 - door zelfstandig issues te agenderen.
- Het organiseren van of bijdragen aan collectieve acties.
- Het investeren in financieel en ESG-verantwoorde bedrijven en projecten.

Flankeren

Naast directe maatregelen kan een pensioenfonds een flankerend beleid voeren. Diverse van deze maatregelen hebben pas op lange termijn effect:

- Het ondertekenen van de UN Principles for Responsible Investing (PRI).
- Het bevorderen van de ontwikkeling van en de toegang tot ESG-research (EAI).
- Het bijdragen aan het publiek debat (via vertegenwoordigende organen).
- Het zich aansluiten bij relevante netwerken zoals Eumedion, Eurosif, AsRIA, ICGN.
- Het ontwikkelen van zachte diplomatie.

Vanzelfsprekend moet worden opgemerkt dat de overwegingen en het besluit van een pensioenfondsbestuur reacties kunnen oproepen onder begunstigden, dienstverleners en in de samenleving. Diverse pensioenfondsen hebben reeds een beleid geformuleerd. Een ondernemingspensioenfonds dat al jaren een beleid voert is het Ahold Pensioenfonds.

Het Ahold Pensioenfonds

APF heeft haar beleid op het gebied van duurzaam beleggen vormgegeven bij de Europese aandelen- en obligatieportefeuille. Deze intern beheerde portefeuilles worden gescreend op door APF bepaalde duurzaamheidsvariabelen. De bedrijven of landen krijgen een gemiddelde score van vier variabelen. Ze worden beoordeeld op hun omgang met 1. het milieu; 2. sociale zaken; 3. wetgeving; 4. stakeholders (waaronder klanten, aandeel- en obligatiehouders). In bovenstaande analyse wordt ook gekeken naar de tegenmaatregelen, die ondernemingen en overheden hebben genomen om problemen of conflicten op bovengenoemde punten te voorkomen. Eventueel onacceptabele gedragingen of scores kunnen ertoe leiden dat de aandelen/obligaties worden verkocht en zullen met het management van de onderneming worden besproken tijdens 'one-on-ones' of analistenbijeenkomsten. Op deze wijze wil APF voorkomen dat bedrijven of landen in de beleggingsportefeuilles een negatieve reputatie hebben of een potentieel financieel risico met zich meedragen.

Kader 11.5 Het beleggingsbeleid van APF

Een voorbeeld van flankerend beleid dat door enkele pensioenfondsen, zoals ABP, PGGM, PME en PNO Media wordt gevoerd, is de ondertekening van de door de Verenigde Naties vastgestelde *Principles for Responsible Investment*.

The Principles for Responsible Investment

As institutional investors, we have a duty to act in the best long-term interests of our beneficiaries. In this fiduciary role, we believe that environmental, social, and corporate governance (ESG) issues can affect the performance of investment portfolios (to varying degrees across companies, sectors, regions, asset classes and through time). We also recognize that applying these Principles may better align investors with broader objectives of society.

Therefore, where consistent with our fiduciary responsibilities, we commit to the following:

- We will incorporate ESG issues into investment analysis and decision-making processes.
- We will be active owners and incorporate ESG issues into our ownership policies and practices.
- We will seek appropriate disclosure on ESG issues by the entities in which we invest.
- We will promote acceptance and implementation of the Principles within the investment industry.
- We will work together to enhance our effectiveness in implementing the Principles.
- We will each report on our activities and progress towards implementing the Principles.

Kader 11.6 VN Beginselen inzake Verantwoord Beleggen (<http://www.unpri.org/principles>)

Of, en zo ja welk beleid een pensioenfonds wenst te voeren op het terrein van verantwoord beleggen is een vraag voor het bestuur van het fonds. Stel het bestuur is voornemens een beleid te ontwikkelen en te implementeren, welke elementen spelen daarin dan een rol? In de volgende paragraaf gaan we in op de beleggingsstrategieën.

Het beleid van een pensioenfonds

- Vier mogelijke antwoorden op de gestelde uitdagingen
- **Strategieën van verantwoord beleggen**
- Het bereik van het beleid
- ESG-vraagstukken en criteria in het beleid
- De beoordeling van ondernemingen, overheden en andere entiteiten

3.2 Strategieën van verantwoord beleggen

Gesteld dat een pensioenfondsbestuur het tot haar verantwoordelijkheden rekent ESG-factoren in het beleid te betrekken, wat zijn dan de mogelijkheden? In dit rapport maken wij onderscheid tussen *beleggingen die het fonds wenst te mijden* en *beleggingen die het fonds wenst te bevorderen*. Voor beleggingen die het fonds wenst te mijden wordt gebruik gemaakt van de zogenoemde negatieve screening. Voor beleggingen die men wenst te bevorderen, maken pensioenfondsen waar het gaat om de reguliere aandelenbeleggingen gebruik van positieve screening. Daarnaast manifesteert zich de mogelijkheid voor een pensioenfonds in gesprek te gaan met de entiteiten waarin het belegt. De strategieën worden uitvoeriger besproken aan de hand van negen vragen in bijlage II.1. In het navolgende werken wij de benaderingen kort uit.

a) *Beleggingen die men wenst uit te sluiten*

Regelmatig geven pensioenfondsen in hun beleid aan bij bepaalde gedragingen of activiteiten niet betrokken te willen zijn. Een mogelijkheid is om de ondernemingen, overheden of andere entiteiten die zich daaraan schuldig maken uit te sluiten van belegging. De strategie houdt in dat een fonds op voorhand activiteiten uitsluit waar het niet in wenst te beleggen. De simpele vaststelling van het uitvoeren van de activiteiten is voldoende voor uitsluiting. Voorbeelden van activiteiten die als reden voor uitsluiting worden gehanteerd zijn de productie van handel in wapens, tabak, alcohol, kansspelen en nucleaire energie. Het kan ook gaan om ongewenste gedragingen zoals zware milieuverontreiniging of kinderarbeid.

De voordelen van uitsluiting zijn:

- De criteria zijn veelal absoluut en daarmee helder;
- het pensioenfonds raakt niet betrokken bij ongewenste ontwikkelingen;
- het pensioenfonds maakt duidelijk waar het (maatschappelijk) staat.

De nadelen van uitsluiting zijn:

- Het universum waaruit de portefeuille wordt samengesteld, wordt ingeperkt;
- er treedt een scheiding op tussen financiële en niet-financiële criteria.

Kader II.7 De voor- en nadelen van uitsluiting

b) *Beleggingen die men wenst in te sluiten*

Een pensioenfonds kan ook redenen hebben om positieve ontwikkelingen te stimuleren. Een fonds kan investeren in ontwikkelingen die in het financiële en maatschappelijke belang zijn van de deelnemers en de begunstigen.

Drie stromen kunnen in dit kader worden onderscheiden:

1. Best-in-class benadering

Bij een best-in-class benadering wordt belegd in aandelen van ondernemingen die als beste uit de vergelijking met concurrenten komen inzake verantwoord ondernemen. Vooralsnog is er veelal sprake van een actief vermogensbeheer op basis van een 'verantwoord universum' of een 'verantwoorde index'. Deze strategie is vanuit ESG-oogpunt soms weinig geloofwaardig. Zo kampen enkele multinationals met issues op het terrein van mensenrechten, corruptie of ernstige milieuvervuiling. Ondanks deze betrokkenheid behoren de bedrijven in diverse onafhankelijke ratings tot de besten in de sector.

De voordelen van best-in-class zijn:

- Ondernemingen worden vergeleken met hun concurrenten;
- in beginsel kunnen alle ondernemingen uit het universum worden geselecteerd, als zij zich – afhankelijk van de criteria van de belegger – kwalificeren als best-in-class.

De nadelen van best-in-class zijn:

- De uitgangspunten zijn niet absoluut en daardoor niet altijd helder;
- in het geval een fonds ook uitsluitingscriteria hanteert kunnen deze op gespannen voet staan met de best-in-class benadering;
- de beoordeling van bedrijfsprestaties vraagt om een expert oordeel;
- als de best-in-class zich beperkt tot ESG-criteria treedt een scheiding op tussen financiële en niet-financiële criteria.

Kader II.8 De voor- en nadelen van best-in-class

2. Integrale waardenanalyse

Veelal worden in een best-in-class benadering de ESG-prestaties van een onderneming gemeten zonder dat daarbij een relatie wordt gelegd met financiële kengetallen. De ESG-prestaties vormen een op zichzelf staand station dat moet worden gepasseerd alvorens een onderneming zich kwalificeert voor belegging. Een variant op deze benadering vormt het integrale waardenanalyse, waarin financiële, sociale, ethische, governance en milieuwaarden op een afgewogen wijze tegen elkaar worden afgezet.

Unilever Pensioenfonds Progress

In 2002 besloot Progress 'duurzaamheid' in het beleggingsbeleid toe te voegen als extra selectie criterium voor de intern beheerde aandelenportefeuille. Progress houdt in haar beleggingsbeleid rekening met zaken die verbonden zijn met discriminatie, fraude en corruptie, kinderarbeid, mensenrechtenschendingen, milieudelicten of schendingen van wetten of codes. Per kwartaal vindt een duurzaamheidsanalyse plaats. Informatie hierover is onderdeel van de totale besluitvormingsstructuur waarbinnen de portfoliomanager tot een selectie van aandelen komt.

Kader II.9 Een voorbeeld van een integrale afweging

In de integrale benadering kijken portefeuillemanagers vooral naar de financiële impact van ESG-factoren. Daarmee heeft deze variant evidente voordelen op de best-in-class benadering die zich louter beperkt tot een vergelijking van ondernemingen op hun ESG-prestaties.

De belegger zoekt in de prestaties op sociaal, governance en milieuvlak juist de financiële meerwaarde.

3. Doelinvesteringsen

Pensioenfondsen kunnen ook specifieke doelinvesteringsen¹⁴ of themabeleggingen doen, die het streven naar rendement combineren met maatschappelijk wenselijk geachte uitkomsten. De relevantie op ESG-terrein is veelal onmiddellijk duidelijk. Voorbeelden daarvan vormen investeringen in alternatieve beleggingscategorieën, zoals microfinanciering, climate change, duurzame bosbouw of alternatieve energie. Dergelijke beleggingen dragen ook bij aan de gewenste risicospreiding in de portefeuille.

Een voorbeeld van een doelinvestering is de samenwerking tussen het Spoorwegpensioenfonds en het Koninklijk instituut voor de Tropen (KIT). Het pensioenfonds financiert in deze samenwerking projecten die zijn opgezet door het KIT. Deze projecten worden op commerciële basis opgezet in ontwikkelingslanden, waarbij armoedebestrijding een belangrijk doel is.

Een ander voorbeeld betreft de investering van PME in het China Methane Recovery Fund. Het fonds investeert in projecten om methaan in Chinese kolenmijnen op te vangen en te gebruiken als brandstof voor kleinschalige elektriciteitscentrales. Methaan vormt een gevaar in mijnen en veroorzaakt jaarlijks vele explosies met dodelijke afloop. Vanwege de hoge kosten dekken mijnbouwbedrijven terug voor de investeringen. Door voor het methaangas een commerciële bestemming te vinden in kleinschalige elektriciteitsproductie, wordt de investering sneller rendabel. Als bonus zijn er ook CO2 rechten te verdienen.

De voordelen van doelinvesteringsen zijn:

- De relatie met een ESG-gerelateerd doel is veelal duidelijk;
- de beleggingen dragen bij aan de spreiding van het risico;
- de beleggingen worden verricht juist omdat ze financieel interessant zijn, o.a. omdat ze worden gedaan in financieel inefficiënte of intransparante markten.

Het nadeel van doelinvesteringsen is:

- De mogelijkheden om significante bedragen te investeren zijn beperkt;
- de investeringen vragen vaak veel tijd en inspanning van alle betrokkenen. Het zijn geen 'off the shelf' beleggingsproducten.

Kader II.10 De voor- en nadelen van doelinvesteringsen

c) *Engagement en stemmen*

Integraal onderdeel van het verantwoord beleggen vormt het gebruik van het stemrecht dat pensioenfondsen toekomt krachtens hun aandeelhouderschap. Naast financiële issues worden in toenemende mate sociale, milieu en governance vraagstukken in stemming gebracht.

Stemmen is één van de centrale middelen waarmee aandeelhouders bedrijven kunnen beïnvloeden. Deze strategie kan effectief zijn, zowel door de onmiddellijke

¹⁴ Onder 'doelinvesteringsen' wordt niet verstaan de beleggingsfondsen die investeren in beursgenoteerde ondernemingen die zich onderscheiden op een bepaald thema, zoals water, alternatieve energie of schone technologie.

impact van de stem op een bedrijf, als door de aandacht van de media in het geval van conflicten tussen aandeelhouders en bedrijven. In de regel heeft de individuele stem geen materieel effect op de stemverhoudingen tijdens een vergadering van aandeelhouders. Dat ligt anders indien een coalitie van institutionele aandeelhouders met een aanzienlijk belang in de onderneming zich opstellen tegenover het management. Ook in het geval de kritische aandeelhouders onvoldoende steun krijgen voor hun standpunt, zal het management van een onderneming in veel gevallen rekening willen houden met de stem van een gekwalificeerde minderheid. Daarmee kunnen institutionele aandeelhouders effectief zijn in het beïnvloeden van het ondernemingsbeleid, ook al staan niet alle aandeelhouders aan hun zijde.

Naast stemmen kunnen beleggers hun invloed doen gelden door in gesprek te treden met ondernemingen of externe dienstverleners daartoe de opdracht te geven. Veelal zullen zij zich daartoe richten op onderwerpen die strijdig zijn met het 'verantwoord beleggen' beleid, al kan er ook sprake zijn van positieve engagement. Er kunnen drie vormen van engagement worden onderscheiden:

- Het bevorderen van een algemene dialoog, bijvoorbeeld op sectorniveau;
- het pro-actief aanspreken van bedrijven op (de gevolgen van) bedrijfsprocessen, activiteiten en producten;
- het reactief aanspreken van bedrijven op (de gevolgen van) ongewenste activiteiten en gedragingen.

Anders dan de uitsluitingsstrategie waarbij pensioenfondsen niet beleggen in ondernemingen die niet aan tevoren gestelde criteria voldoen, geldt voor engagement dat een fonds juist wel belegt in dergelijke ondernemingen teneinde de leiding aan te sporen het beleid te wijzigen. Hier geldt: zonder aandeelhouderschap geen invloed. Diverse Nederlandse pensioenfondsen voeren een engagementbeleid, waaronder het Bedrijfstakpensioenfonds voor de Houthandel.

De voordelen van engagement zijn:

- Er is geen beperkingen vanuit een oogpunt van risico en rendement;
- de manager wordt niet belemmerd in de keuze van zijn beleggingen;
- bedrijven worden aangesproken op hun prestaties om deze te verbeteren en daarmee (indirect) de kwaliteit van de belegging te verbeteren.

De nadelen van engagement zijn:

- De effectiviteit van engagement is – zeker op voorhand – onduidelijk;
- conflicterende belangen kunnen het voeren van een dialoog bemoeilijken;
- er zijn kosten verbonden aan engagement zonder dat daar automatisch financieel rendement tegenover staat.

Kader II.11 De voor- en nadelen van engagement

Engagement is werkzaam onder de premisse dat bedrijven en beleggers bereid zijn in gesprek te gaan teneinde als ongewenst aangemerkte gedragingen of activiteiten te verbeteren. Een zekere stok achter de deur is wenselijk voor het geval bedrijven onvoldoende blijf geven van een bereidheid worden om te zetten in daden.

Het beleid van een pensioenfonds

- *Vier mogelijke antwoorden op de gestelde uitdagingen*
- *Strategieën van verantwoord beleggen*
- ***Het bereik van het beleid***
- *ESG-vraagstukken en criteria in het beleid*
- *De beoordeling van ondernemingen, overheden en andere entiteiten*

3.3 Het bereik van het beleid

Elk pensioenfonds dat een beleid vaststelt, komt voor de vraag te staan: 'Op welke beleggingscategorieën heeft het beleid betrekking?' De vraag is niet alleen principiële van aard, maar ook praktisch. Zoals kader II.12. laat zien, liggen bepaalde operationaliseringën wel en andere niet of minder voor de hand. Zo is het verbreden van een op aandelen gericht beleid naar een beleid dat ook credits omvat, veelal maar een kleine stap. Een beleid gericht op verantwoorde hedge funds of verantwoorde commodities daarentegen, is bijzonder lastig, zo niet onmogelijk. Kader II.12 toont in één oogopslag wat vandaag de dag haalbaar is en wat niet. Pensioenfondsen doen er goed aan zich te realiseren dat het hier gaat om een momentopname.

Kader II.12 Beleggingsstrategieën en asset classes: mogelijkheden, onmogelijkheden en waarschijnlijkheden

	Equity Europe	Equity US	Equity Japan/Australie	Equity Emerging Markets	Fixed Europe	Fixed US	Fixed J/A	Fixed EM	Hedge funds	Private Equity	Vastgoed genoteerd	Infrastructuur	Overige alternatieve beleggingen
Uitsluiting	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Yellow	Yellow	Green	Yellow	Yellow
Best in Class	Green	Green	Green	Yellow	Green	Green	Green	Green	Yellow	Red	Green	Red	Red
Engagement	Green	Green	Green	Yellow	Yellow	Yellow	Yellow	Yellow	Red	Red	Green	Red	Red
Stemmen	Green	Green	Green	Green	Red	Red	Red	Red	Yellow	Yellow	Green	Yellow	Yellow
Integratie	Green	Green	Yellow	Yellow	Yellow	Yellow	Yellow	Yellow	Red	Yellow	Yellow	Yellow	Yellow
Doelbeleggingen	Green	Green	Yellow	Yellow	Yellow	Yellow	Yellow	Yellow	Yellow	Green	Green	Green	Green

Legenda



Strategie uitvoerbaar

Strategie beperkt uitvoerbaar

Strategie niet uitvoerbaar

Toelichting

Het kader geeft aan welke beleggingsstrategieën kunnen worden toegepast bij de onderscheiden asset classes. Daarbij moet worden opgemerkt dat de huidige situatie onderhevig is aan snelle veranderingen. Wat vandaag nog niet mogelijk is, kan morgen breed ingevoerd zijn.

Het beleid van een pensioenfonds

- Vier mogelijke antwoorden op de gestelde uitdagingen
- Strategieën van verantwoord beleggen
- Het bereik van het beleid
- **ESG-vraagstukken en criteria in het beleid**
- De beoordeling van ondernemingen, overheden en andere entiteiten

3.4 ESG-vraagstukken en criteria in het beleid

Pensioenfondsen verschillen in hun voorkeuren inzake het te voeren ESG-beleid. Waar sommige fondsen zich tevreden stellen met het bewaken van de morele ondergrens, daar zoeken anderen meer de 'moral high ground' op. Dit komt onder meer tot uitdrukking in de criteria die de Nederlandse pensioenfondsen opnemen in hun beleid en waar zij in hun beleggingen rekening mee wensen te houden. Die criteria kunnen worden gebruikt in het selecteren van beleggingen in entiteiten die een fonds wenst te mijden, dan wel in entiteiten waarin het fonds juist wenst te beleggen. De criteria kunnen derhalve een rol spelen in alle genoemde strategieën – van uitsluiting tot engagement tot alternatieve beleggingen. In deze paragraaf gaan wij achtereenvolgens in op:

- Veel voorkomende ESG-criteria;
- de operationalisering van ESG-criteria;
- de onderbouwing van de criteria.

ABP en Corporate Governance

Voor het ABP vormt corporate governance een belangrijke pijler van het beleggingsbeleid. In de corporate governance code zegt ABP hierover: *“ABP heeft als visie dat een goede corporate governance bijdraagt aan de duurzame winstgevendheid van een onderneming. Een goede corporate governance draagt tevens bij aan het verminderen dan wel transparant maken van de risico's van de onderneming.”* De verantwoordelijkheid voor de governance van een onderneming ligt bij het bestuur en de commissarissen van die onderneming. Het is aan beleggers, zo voegt ABP daar aan toe, *“om daar op effectieve en efficiënte wijze een bijdrage aan te leveren, onder andere door op gepaste wijze gebruik te maken van de aan hun aandelen verbonden zeggenschapsrechten en door op constructieve wijze deel te nemen aan het corporate governance debat.”*

ABP heeft een uitgebreid CG-beleid met daarin aandacht voor het gebruik van het stemrecht - zowel in vergadering als op afstand - securities lending, het blokkeren van aandelen om het stemrecht te kunnen effectueren en voor de opdrachten aan externe vermogensbeheerders. Ook gaat de code in op contacten met ondernemingen, het stimuleren van onderzoek naar ESG-aspecten, samenwerking met institutionele beleggers – al dan niet in relevante netwerken zoals ICGN of Eumedion, waarin ABP een rol vervult – en belangenconflicten.

Kader II.13 De rol van ABP op het terrein van Corporate Governance

Veel voorkomende criteria:

Nederlandse pensioenfondsen houden rekening met een brede waaier aan criteria. De criteria kunnen worden onderverdeeld in corporate governance criteria en sociale, ethische en milieucriteria.

Belangrijke governance criteria zijn onder meer:

- De onafhankelijkheid van de commissarissen die een gewogen oordeel hebben over de belangen van alle stakeholders;
- de op lange termijn waardeontwikkeling gerichte beloning van het management;
- de aan- of afwezigheid van beschermingsconstructies;
- de kwaliteit en onafhankelijkheid van de auditcommissie;
- de rechten van aandeelhouders;
- de kwaliteit van investor relations;
- compliance met wetgeving en corporate governance codes.

Voor een nadere beschouwing over de governance criteria verwijzen wij graag naar Corporate Governance codes van onder meer het International Corporate Governance Network (ICGN) en de OESO of naar de Nederlandse Corporate Governance Code.

In *De Kracht van Pensioenfondsen* werd respondenten gevraagd naar de sociale, ethische en milieucriteria die pensioenfondsen hanteren. Daaruit komt het volgende beeld in volgorde van belangrijkheid naar voren:

1. schendingen van mensenrechten
2. kinderarbeid
3. corruptie
4. discriminatie
5. gedwongen arbeid
6. uitstoot van schadelijke stoffen
7. schadelijke arbeidsomstandigheden
8. wapens
9. veiligheid van het productieproces
10. armoedebestrijding
11. productveiligheid
12. recht op collectief onderhandelen

Het minst relevant zijn volgens de pensioenfondsen (in volgorde van irrelevantie):

1. misleidend adverteren
2. genetische modificatie
3. terugdringen van waterverbruik
4. bont
5. terugdringen van energieverbruik
6. dierproeven
7. kernenergie
8. alcohol
9. oneerlijke concurrentie
10. tabak
11. kansspelen
12. transparantie
13. productkwaliteit

Naast de genoemde criteria komen ook andere criteria voor. Het pensioenfonds Provisum vormt daar in het onderstaande kader een goed voorbeeld van.

Pensioenfondsen en ethische overwegingen

Er zijn diverse pensioenfondsen die bewust rekening houden met criteria uit de eerste lijst. Een pensioenfonds dat rekening houdt met criteria uit de tweede lijst is het Pensioenfonds voor predikanten in de Protestantse Kerk Nederland. Dit fonds wenst op grond van ethische overwegingen niet te beleggen in de tabaksindustrie, de porno-industrie, de gokindustrie, de wapenindustrie en de bontindustrie. Ook Provisum, het Pensioenfonds van C&A, laat zich inspireren door christelijke waarden en normen. Het pensioenfonds verwacht van managers eerbied voor leven en gezondheid, zorg voor de vrijheid van mensen en hun ontplooiingskansen en zorg voor milieuaspecten van productie en consumptie.

Kader II.14 Ethiek en pensioenfondsen

Het operationaliseren van criteria

Om toepasbaar te zijn in de uitvoering van het beleggingsbeleid moet een criterium nader worden geoperationaliseerd. Het criterium 'kinderarbeid' laat zien dat dat op meerdere manieren kan gebeuren.

Kinderarbeid: conventie 138 en 182

Bepalend voor de vraag of arbeid door minderjarigen moet worden aangemerkt als kindarbeid is conventie 138 van de International Labour Organisation (ILO). Artikel 1 van dit verdrag luidt:

"Each Member for which this Convention is in force undertakes to pursue a national policy designed to ensure the effective abolition of child labour and to raise progressively the minimum age for admission to employment or work to a level consistent with the fullest physical and mental development of young persons."

In aanvulling op het bovenstaande stelt artikel 3 van de Conventie dat kinderen pas kunnen intreden in het arbeidsproces als zij hun leerplicht hebben voltooid, doch in ieder geval niet eerder dan de leeftijd van 15 jaar¹⁵. Een aanscherping van het streven kindarbeid uit te bannen heeft plaats gehad ten aanzien van de ergste vormen van kindarbeid, die is neergelegd in conventie 182. Dit verdrag roept landen op onvoorwaardelijk het volgende te bestrijden:

- "1. All forms of slavery or practices similar to slavery, such as the sale and trafficking of children, debt bondage and serfdom and forced or compulsory labour, including forced or compulsory recruitment of children for use in armed conflict;*
- 2. the use, procuring or offering of a child for prostitution, for the production of pornography or for pornographic performances;*
- 3. the use, procuring or offering of a child for illicit activities, in particular for the production and trafficking of drugs as defined in the relevant international treaties;*
- 4. work which, by its nature or the circumstances in which it is carried out, is likely to harm the health, safety or morals of children."*

Kader II.15 ILO conventies over kindarbeid

Nederlandse pensioenfondsen gaan zeer verschillend om met de vraag hoe zij dienen om te gaan met het vraagstuk van kindarbeid. Zoals wij in Deel I reeds opmerkten, hebben pensioenfondsen strikt juridisch genomen geen directe verantwoordelijkheid in het tegengaan van kindarbeid. ILO-verdragen, zo merkte ook prof. Van der Heijden op, worden ondertekend en geratificeerd door overheden en binden juridisch gezien dan ook alleen overheden.

¹⁵ Onder bepaalde voorwaarden staat de ILO, krachtens artikel 2, lid 3 van Conventie 138, toe dat de minimumleeftijd wordt verlaagd tot 14 jaar. Voor licht werk geldt een leeftijdsgrens van 13 jaar (artikel 7, lid 1 van Conventie 138).

Desalniettemin vormt de oproep van de ILO voor sommige pensioenfondsen een aansporing om zich rekenschap te geven van eventuele betrokkenheid bij ondernemingen die gebruik maken van kinderarbeid. Een voorbeeld vormt het Pensioenfonds voor de Horeca en Catering. De deelnemers van dit fonds gaven in een speciale deelnemersraadpleging te kennen geen al te groot belang te hechten aan ESG-vraagstukken. De uitzondering op de regel vormde het vraagstuk van kinderarbeid. Het volgende kader toont twee verschillende operationalisering van kinderarbeid, zoals die bij Nederlandse pensioenfondsen zijn aangetroffen.

Kinderarbeid: een breed spectrum aan opvattingen

Het Pensioenfonds voor predikanten in de Protestantse Kerk Nederland wenst niet te beleggen in industrieën die zich bedienen van kinderarbeid. Ook de pensioenfondsen van Ahold en Unilever wensen – mede in het licht van de uitgangspunten van de respectievelijke ondernemingen – niet te investeren in ondernemingen die direct of via hun toeleveranciers betrokken zijn bij kinderarbeid.

PGGM sluit in de operationalisering van het beleid aan bij de zogenaamde ILO Kernverdragen, waarvan ook het tegengaan van kinderarbeid deel uitmaakt. In een voetnoot bij het beleid maakt het fonds duidelijk kinderarbeid te willen vermijden in de zin van conventie 182: het tegengaan van de ergste vormen van kinderarbeid.

Kader II.16 Het beleid van enkele Nederlandse pensioenfondsen inzake kinderarbeid

Kijken we naar het brede spectrum van de criteria, dan wordt het Noorse Overheidsfonds regelmatig ten voorbeeld gesteld. Dit fonds, dat wordt gevoed uit de opbrengsten van de Noorse oliewinning en inmiddels is uitgegroeid tot het grootste pensioenfonds in Europa, voert een beleid dat gericht is op het vermijden van “de ergste vormen van ...”.

Beleidsuitgangspunten zijn:

- Respect voor de kernrechten van de mens, ook in tijden van oorlog;
- het zich niet schuldig maken aan de ergste vormen van kinderarbeid;
- het zich onthouden van betrokkenheid bij dwangarbeid;
- het zich onthouden van ernstige vormen van corruptie;
- het zich onthouden van zware vormen van milieuvervuiling;
- geen betrokkenheid bij de productie van wapensystemen waarvan de effecten disproportioneel zijn of die geen onderscheid maken tussen militaire en burgerdoelen;
- respect voor algemeen aanvaarde ethische beginselen die gelden in een menswaardige samenleving.

Het fonds hanteert daarmee een benadering gericht op het mijden van bedrijven die voor het bestuur van het fonds de grenzen van het toelaatbare overschrijden.

Een algemeen kader dat als voorbeeld lijkt te hebben gediend voor de Noren is het door de Verenigde Naties ontwikkelde Global Compact framework. Hoewel de Global Compact zich primair richt op ondernemingen, laat het zich vrij eenvoudig vertalen naar de wereld van pensioenfondsen en andere institutionele beleggers. Zo hanteert Pensioenfonds Metaal en Techniek een achttal leidende principes bij haar beleggingen waarvan er vier concreet zijn ontleend aan de Global Compact Principles.

The UN Global Compact Principles

Human Rights

- Principle 1: Businesses should support and respect the protection of internationally proclaimed human rights;
- Principle 2: make sure that they are not complicit in human rights abuses.

Labour Standards

- Principle 3: Businesses should uphold the freedom of association and the effective recognition of the right to collective bargaining;
- Principle 4: the elimination of all forms of forced and compulsory labour;
- Principle 5: the effective abolition of child labour;
- Principle 6: the elimination of discrimination in respect of employment and occupation.

Environment

- Principle 7: Businesses should support a precautionary approach to environmental challenges;
- Principle 8: undertake initiatives to promote greater environmental responsibility;
- Principle 9: encourage the development and diffusion of environmentally friendly technologies.

Anti-Corruption

- Principle 10: Businesses should work against corruption in all its forms, including extortion and bribery.

Kader II.17 De Global Compact van de Verenigde Naties

De onderbouwing van de criteria

De keuze voor de uitgangspunten zoals die onder meer door het Noorse Overheidsfonds of de Global Compact worden gehanteerd, vindt zijn grondslag in het fundamentele karakter van de beginselen. Dit fundamentele karakter komt tot uitdrukking in internationale verdragen, richtlijnen of codes. De beginselen zijn niet gestoeld op subjectieve voorkeuren, maar op breed gedragen waarden in de mondiale samenleving, welke internationaal zijn vastgelegd in gezaghebbende documenten:

1. Het respect voor de *kernrechten van de mens* ligt vast in de Universele Verklaring van de Rechten van de Mens.
2. De beginselen op het terrein van *kinderarbeid* en *dwangarbeid* behoren tot de fundamentele principes van de Internationale Arbeidsorganisatie (ILO), waarbij alle landen van de wereld zijn aangesloten. Lidmaatschap van de organisatie houdt automatisch in dat de leden de fundamentele uitgangspunten onderschrijven. Ratificatie is niet vereist. De principes gelden in zichzelf.
3. Het zich onthouden van *ernstige vormen van corruptie* vindt zijn grondslag in OESO-richtlijnen gericht op de bestrijding van corruptie, waaronder OESO richtlijnen voor Multinationale Ondernemingen.
4. Het zich onthouden van *ernstige milieuvuiling* vindt zijn grondslag onder meer in het Earth Charter of in de Verklaring van Rio.
5. Geen betrokkenheid bij de productie van *wapensystemen* waarvan de effecten disproportioneel zijn, zoals ABC-wapens, is gebaseerd op uiteenlopende internationale verdragen waaronder het non-proliferatieverdrag inzake atomaire wapens. Het zich onthouden van de productie van wapensystemen die geen onderscheid maken tussen burgerdoelen en militaire doelen, betekent onder meer geen betrokkenheid bij de

productie van landmijnen, waartoe overheden zich hebben verplicht in het Verdrag van Ottawa.

De legitimatie die voortkomt uit de brede consensus over deze uitgangspunten, staat in scherp contrast met de in dit opzicht ontbrekende consensus over criteria op het terrein van roken, alcohol, kansspelen, abortus, anti-conceptie, porno, bont, dierproeven, genetische modificatie, enzovoorts. Deze criteria vinden hun legitimatie in de (levens)overtuiging van personen of groepen en zijn gericht op belangen waarvan de betrokkenen vinden dat zij bescherming verdienen. Hoewel de motieven om op te komen voor de genoemde vraagstukken veelal eerbaar zijn, ontbreekt het de voorstanders vaak aan de brede fundatie die wel van toepassing is op vernoemde kernbeginselen.

Naast een verwijzing naar internationale gezaghebbende documenten komt ook een referentie aan andere relevante documenten voor. In het bijzonder doelen wij dan op ondernemingspensioenfondsen die de beleidsuitgangspunten van de sponsor als richtsnoer voor het beleid hanteren. Een voorbeeld is in dit kader het Shell Pensioenfonds. Dit fonds heeft reeds in 2002 getracht de business principles van Royal Dutch Shell plc te vertalen naar concrete beleggingsrichtlijnen; er wordt op bescheiden schaal een proef gedaan met een best-in-class aandelenportefeuille (Europa), die samengesteld is op basis van criteria afgeleid van de Verklaring van Algemene Beleidsuitgangspunten van Shell¹⁶. De implementatie hiervan is overigens niet zonder praktische haken en ogen gebleken, hetgeen het Shell Pensioenfonds ertoe heeft aangezet het beleid opnieuw tegen het licht te houden.

Tot slot hebben wij als bijlage II.2 het criterium van de mensenrechten nader uitgewerkt, inclusief de onderbouwing, de operationalisering en de beoordeling. De uitwerking verschaft enig inzicht in de vragen waarvoor pensioenfondsen komen te staan en hoe zij daarmee om kunnen gaan.

Het beleid van een pensioenfonds

- *Vier mogelijke antwoorden op de gestelde uitdagingen*
- *Strategieën van verantwoord beleggen*
- *Het bereik van het beleid*
- *ESG-vraagstukken en criteria in het beleid*
- ***De beoordeling van ondernemingen, overheden en andere entiteiten***

3.5 De beoordeling van ondernemingen, overheden en andere entiteiten

Het operationaliseren van de criteria, zoals in het voorbeeld van de kinderarbeid, voorkomt niet dat pensioenfondsen soms voor dilemma's komen te staan. Stel dat een pensioenfonds van mening is dat het niet betrokken wenst te raken bij schendingen van de kernbeginselen van de ILO of bij zware milieuverontreiniging. Hoe gaat het dan verder? Elk pensioenfonds dat een beleid voert dient twee procedurele vragen te beantwoorden:

1. Hoe stelt het pensioenfonds in het concrete geval vast of sprake is van schending van de uitgangspunten?
2. Hoe komt het pensioenfonds tot een verantwoorde oordeelsvorming?

¹⁶ De verklaring is te vinden op www.shell.com

Ad 1. Schending van de uitgangspunten

Voor het bestuur van een pensioenfonds is het veelal ondoenlijk om vast te stellen of een onderneming, een overheid of een andere entiteit waarin wordt belegd in strijd handelt met de uitgangspunten. Daarbij bezorgt het ontbreken van (betrouwbare) data over de betrokkenheid van de entiteit bij gedragingen en activiteiten die het fonds wil mijden, respectievelijk bevorderen het fonds vaak nog de minste hoofdbrekens. De informatie is eenvoudig in te kopen bij diverse gekwalificeerde informatieleveranciers, al is deze informatie soms kostbaar.

Ad 2. Oordeelsvorming

Veel minder eenvoudig is het beantwoorden van de vraag welke gevolgen moeten worden verbonden aan de feitelijk geconstateerde gedragingen en activiteiten bij het beheer van het vermogen. Het pensioenfonds, respectievelijk de manager die in opdracht het vermogen beheert, komt dan voor diverse lastige vragen te staan. Waar de positieve screening – gericht op het selecteren van zaken die het fonds wil bevorderen – meestal niet tot onoverkomelijke problemen leidt, roept de negatieve screening – gericht op zaken die het fonds wenst te vermijden – wel degelijk vragen op. Wanneer wordt een grens overschreden? Dient een belegging te worden opgeschort als de entiteit (slechts) indirect betrokken is bij een ongewenste gedraging of activiteit? Welke consequentie dient aan strijdigheid met de uitgangspunten te worden verbonden? Zelfs als het pensioenfonds en de beheerder beschikken over alle relevante informatie is het soms moeilijk om tot een concreet oordeel te komen. Tenminste drie overwegingen kunnen bijdragen aan het structureren van het proces van oordeelsvorming: de aard van het gedrag of de activiteit, de ernst van het voorval en de mate van de betrokkenheid.

In paragraaf 3.4 zijn wij reeds ingegaan op de aard van een gedraging of een activiteit. Deze kan onwettig zijn, of door de overheid verboden gesteld. Een voorbeeld vormt de lijst met uitsluitingen die door De Nederlandsche Bank (DNB) wordt gepubliceerd. Gedragingen en activiteiten kunnen ook op gespannen voet staan met internationale verdragen of richtlijnen, respectievelijk met de uitgangspunten van een fonds. Ook zijn wij ingegaan op de ernst van een voorval. Als voorbeeld noemden wij de kernprincipes van de ILO als een gezaghebbend baken dat pensioenfondsen kan helpen om onderscheid te maken tussen gewenste en ongewenste gedragingen en activiteiten. Wat nog niet ter sprake kwam, is de mate van de betrokkenheid bij eventuele schendingen van de uitgangspunten. Zo maakt het bijvoorbeeld verschil of een entiteit waar investeerders in beleggen direct of indirect betrokken is bij het voorval. Waar sprake is van directe betrokkenheid, rust een grotere verantwoordelijkheid op de schouder van de betreffende entiteit en van beleggers om direct of indirect actie te nemen, dan in het geval van indirecte betrokkenheid. Ook de mate van invloed op de entiteit is medebepalend voor de vaststelling van de verantwoordelijkheid van een fonds om actief maatregelen te nemen. De antwoorden op de volgende stellingen kunnen een pensioenfonds helpen bij het bepalen van een standpunt.

Stellingen					
De entiteit is direct betrokken bij het voorval	1	2	3	4	5
Het voorval is te wijten aan grove nalatigheid door de entiteit	1	2	3	4	5
Het voorval is te wijten aan een bewust handelen door de betreffende entiteit	1	2	3	4	5
Het voorval is er één in een reeks van voorvallen	1	2	3	4	5
De entiteit heeft maatregelen genomen om betrokkenheid te voorkomen	1	2	3	4	5
De entiteit heeft stappen gezet om de schade te beperken of te herstellen	1	2	3	4	5

Kader II.18 De aard van de betrokkenheid

Als 1 voor 'sterk mee oneens' en 5 voor 'sterk mee eens' staat, neemt zowel het risico toe dat een pensioenfonds bevroegd wordt op haar investering naarmate vaker een hoge score wordt aangekruist.

Ook in het geval een pensioenfonds zich bewust is van de ernst van het voorval, de aard van de betrokkenheid en de eigen mogelijkheden om invloed uit te oefenen, is het soms niet eenvoudig tot een oordeel te komen. Om een pensioenfonds – of samenwerkende pensioenfondsen – te ondersteunen bij een verantwoorde oordeelsvorming, kan ook worden gedacht aan de instelling van een ethische adviescommissie.

Ethische adviescommissie

In de gesprekken die de Praktische Commissie heeft gevoerd, kwam de instelling van een ethische adviescommissie enkele keren ter sprake. Pensioenfondsen die behoefte menen te hebben aan de instelling van een dergelijk adviescommissie, kunnen individueel kiezen voor de instelling van zo'n commissie maar ook samen met anderen. Voor zover pensioenfondsen ervoor kiezen om gezamenlijk een commissie in te stellen, dient wel een gemeenschappelijke bodem te worden gevonden voor de installatie en werking van een dergelijke commissie. Afhankelijk van de scherpte van het beleid dat de fondsen zelf voeren bestaat het risico dat bepaalde sectoren of ondernemingen vaker voorwerp van kritiek zullen zijn dan andere.

Kader II.19 Ethisch advies in de oordeelsvorming

4. Uitvoering van het beleid

“Pensioenfondsbesturen zouden meer oog moeten hebben voor de maatschappelijke kant van beleggen, maar kunnen niet elke belegging controleren. Met name bij beleggingen in conglomeraten is moeilijk vast te stellen of belegd wordt in bedrijven die zich schuldig maken aan kinderarbeid of clusterbommen produceren.”

Peter Gortzak

Algemeen secretaris en vice-voorzitter FNV Vakcentrale

Leeswijzer

In dit hoofdstuk komen de volgende aspecten aan de orde:

1. **De aard van het vermogensbeheer**
2. De selectie van externe dienstverleners
3. Risico's en rendementen

4.1 De aard van het vermogensbeheer

De vraag die veel pensioenfondsen zichzelf in het kader van verantwoord beleggen stellen is: 'Welke initiatieven kunnen wij binnen de vastgestelde kaders van risico en rendement nemen?' Die vraag komt des te meer op naarmate een pensioenfonds over een beperkt vermogen beschikt, of dit vermogen belegt in producten die louter tot doel hebben een index te volgen. Wat zijn dan nog de mogelijkheden?

In hoofdstuk 3 schetsten wij een kader waarin de verschillende actieve strategieën werden afgezet tegen diverse asset classes. Enkele strategieën kunnen worden toegepast op passieve beleggingen, waaronder uitsluiting. Andere strategieën zijn moeilijk of zelfs in het geheel niet om te zetten in een passieve strategie, zoals doelinvesteringen. Er zijn slechts weinig alternatieven die uitgaan van reguliere indices (MSCI, S&P 500, Russell 1000). Het Pensioenfonds Metaal en Techniek (PMT) heeft in dit kader een initiatief genomen dat hieronder wordt beschreven.

Passieve strategie

Het Pensioenfonds Metaal en Techniek (PMT) heeft vastgesteld dat het geen directe betrokkenheid wenst te accepteren in haar passieve portefeuille bij beleggingen in producenten van clustermunitie en antipersoonsmijnen. Een externe informatieleverancier levert PMT informatie aan over de betrokkenheid van ondernemingen in de index bij de gewraakte activiteiten. Op basis van deze informatie legt het fonds de vermogensbeheerder beperkingen op om niet te beleggen in ondernemingen die niet beantwoorden aan de gestelde eisen.

PMT heeft besloten de benchmark – in dit geval betreft het de Russell 1000 voor de Amerikaanse aandelenportefeuille – ongewijzigd te laten. Namens PMT belegt de beheerder niet in alle onderliggende bedrijven, maar voert een optimalisatie uit. Daarbij wordt gestuurd op een zo gering mogelijke tracking error. Herbeleggingen vinden niet noodzakelijk plaats in dezelfde sector; er wordt gestuurd op correlaties tussen aandelen om de index zo goed mogelijk na te bootsen. Wat mogelijk is in de Verenigde Staten, is in beginsel ook toepasbaar in andere regio's.

Voor de uitvoering van dit beleid brengt de vermogensbeheerder geen additionele kosten in rekening bij PMT. Dat hangt onder meer samen met de relatief grote omvang van de portefeuille en de relatief beperkte impact die de criteria hebben op het universum.

Kader II.20 Verantwoord beleggen en de Russell 1000

Het voorbeeld van PMT wordt lastiger realiseerbaar indien pensioenfondsen meer eisen gaan stellen aan hun beleggingen dan louter een verbod op beleggingen in producenten van landmijnen en clusterbommen. Niet alleen komt dan de vraag op naar de invloed van de strategie op het risicorendementprofiel van de totale portefeuille, ook is het minder waarschijnlijk dat een vermogensbeheerder zo volgzzaam is als in het bovenstaande voorbeeld. Problemen doemen vooral op voor kleinere pensioenfondsen die niet de onderhandelingsmacht hebben waar PMT wel over beschikt. De praktijk wijst echter uit dat het ook voor deze fondsen mogelijk is invulling te geven aan deze strategie, zeker als zij besluiten hun krachten te bundelen¹⁷.

Ook kan het pensioenfonds besluiten in dialoog te treden met ondernemingen waarin het fonds – al dan niet actief – belegt maar die niet voldoen aan de gestelde uitgangspunten. Een voorbeeld vormen het Bedrijfstakpensioenfonds Rijn en Binnenvaart en het Bedrijfstakpensioenfonds voor de Zeevisserij. Beide pensioenfondsen hebben een externe dienstverlener opdracht gegeven uit hun naam ondernemingen aan te spreken op ongewenste gedragingen en activiteiten.

Actief beleggende fondsen kunnen op diverse manieren invulling geven aan verantwoord beleggen. Naast intern beheerde portefeuilles door zelfbeleggende fondsen, kunnen pensioenfondsen kiezen uit een keur aan externe mandaten, fondsen en indices. Zoals in de paragrafen over beleid werd aangegeven gaat het om beleggingsproducten met uitsluitingsmogelijkheden, met engagementkarakteristieken, best-in-class producten en combinaties daarvan.

Duurzame indices, waaronder de FTSE4Good, de Dow Jones Sustainability Indexes, de Calvert Social Index, de KLD Indices en de Ethibel Indices, vormen een praktische invulling van het streven naar verantwoord beleggen. Het gaat in alle gevallen om actieve aandeleselecties, waarbij de meeste selecties plaatsvinden op basis van een best-in-class methode – al dan niet aangevuld met uitsluitingen zoals tabak, alcohol, wapens, of gokken. Zo selecteert de Dow Jones Sustainability World Index de beste 10 procent van elke sector van de MSCI World Index op grond van ESG-overwegingen. Uit een wereldwijd universum van 2500 aandelen omvat de DJSI index in totaal 309 aandelen (opgave augustus 2007).

De uitvoering van het beleid

1. De aard van het vermogensbeheer
2. **De selectie van externe dienstverleners**
3. Risico's en rendementen

4.2 De selectie van externe dienstverleners

Waar haalt Abraham de mosterd vandaan? Pensioenfondsen komen regelmatig voor deze vragen te staan als zij op zoek zijn naar een informatieleverancier, een engagement specialist of een vermogensbeheerder, die hen kunnen helpen bij het implementeren van het verantwoord beleggen beleid. In het kader van dit rapport past het niet een lijst op te nemen met namen van concrete dienstverleners. Niet alleen loopt de commissie het

¹⁷ Vanzelfsprekend kunnen zich nog andere belemmeringen voordoen. Zo kan een fonds contractueel nog enige tijd vastzitten aan het vigerende beleid. Ook kan het zijn dat de beheerkosten omhoog gaan met het stellen van aanvullende eisen.

risico onvolledig te zijn en daarmee de indruk te wekken sommige dienstverleners te prefereren boven andere – hoewel dat zeker niet de intentie is – ook loopt de commissie het risico dat haar aanbevelingen snel zijn achterhaald. Het is om deze redenen dat de commissie kiest voor een vier-stappenmodel dat fondsen in staat stelt zelf de juiste selectie te maken.

Een fonds dat externe dienstverleners wenst te engageren bij beleidsontwikkeling, besluitvorming of uitvoering kan de volgende, in kader II.21 uiteengezette stappen in overweging te nemen. Dit kader is nader uitgewerkt in bijlage II.3. De gedachte achter dit stappenplan is dat pensioenfondsen via consultatie van collega-pensioenfondsen en van het internet eenvoudig kunnen achterhalen welke dienstverleners geschikte producten aanbieden. Daarbij geven wij tevens in overweging dat pensioenfondsen op een keur van terreinen ook zouden kunnen samenwerken. Voorbeelden zijn: engagement, het ontwikkelen van marktmacht ten overstaan van dienstverleners om betere inkoopvoorwaarden te krijgen, het stemmen of het op basis van vrijwillige aansluiting gezamenlijk instellen van adviesraden.

Indien een dienstverlener is geselecteerd geven wij de pensioenfondsen in overweging de betreffende organisatie langs de meetlat van de eigen beginselen te leggen. De vraag is namelijk niet alleen of een dienstverlenende organisatie in staat is de gevraagde dienst te leveren, maar ook om dat op een wijze te doen die bij het pensioenfonds past. Een voorbeeld vormt hier het Shell Pensioenfonds, dat externe managers vraagt de Verklaring van Algemene Beleidsuitgangspunten van de organisatie – of gelijkwaardige uitgangspunten – te onderschrijven. Het scannen van de waarden en normen van een dienstverlener voorkomt niet altijd ongelukken, maar maakt wel duidelijk waar verantwoordelijkheden liggen.

De selectie van een dienstverlener

1. Consultatie van ervaren pensioenfondsen
Het verdient aanbeveling om zorgvuldig vast te stellen wie tot de 'peer group' van pensioenfondsen behoort. Grote, zelfbeleggende pensioenfondsen hebben andere behoeften dan pensioenfondsen die hun vermogen volledig hebben ondergebracht bij een externe dienstverlener. Dat kan eenvoudig door het bezoeken van de websites, al moet worden gezegd dat Nederlandse fondsen – op enkele uitzonderingen na – mondjesmaat gebruik maken van de digitale snelweg om informatie te verstrekken¹⁸.
2. Raadpleging van investment managers
Investment manager consultatie is het raadplegen van uw vermogensbeheerder om te informeren naar de mogelijkheden tot verantwoord beleggen. Het heeft vooral zin om uw vermogensbeheerder te raadplegen indien het pensioenfonds helder heeft vastgesteld wat het verstaat onder verantwoord beleggen en hoe het hier invulling aan wenst te geven.
3. Raadpleging consultants
De commissie adviseert pensioenfondsen naast de vaste consultant waarmee een fonds werkt, ook bij andere consultants informatie in te winnen over verantwoord beleggen. Er blijken duidelijke verschillen aanwezig in de kennis en expertise waarover consultants beschikken.
4. Raadpleging netwerken en internet
Het verdient aanbeveling informatie te verzamelen, gebruik makend van, bijvoorbeeld, de volgende bronnen. Bijlage II.3 bevat een uitwerking van de bronnen en internetverwijzingen.
 - a. Principles for Responsible Investments (PRI)
 - b. Enhanced Analytics Initiative (EAI)
 - c. Eumedion
 - d. International Corporate Governance Network (ICGN)
 - e. International Investors Group on Climate Change
 - f. European Social Investment Forum (Eurosif)
 - g. Social Investment Forum
 - h. Asian Social Investment Forum (Asria)
 - i. UK Social Investment Forum
 - j. Vereniging van Beleggers voor Duurzame Ontwikkeling (VBDO)
 - k. United Nations Environmental Program – Financial Institutions (UNEPFI)
 - l. Interfaith Center on Corporate Responsibility (ICCR)
 - m. Just Pensions
 - n. Mistra
 - o. Social Funds News
 - p. Europese Commissie
 - q. IPE

Kader II.21 De selectie van dienstverleners in vier stappen

¹⁸ De koepelorganisaties zijn voornemens op korte termijn voor hun leden relevante informatie over het beleid, de implementatie daarvan en de verantwoording door pensioenfondsen over verantwoord beleggen digitaal beschikbaar te stellen.

De uitvoering van het beleid

1. De aard van het vermogensbeheer
2. De selectie van externe dienstverleners
3. **Risico's en rendementen**

4.3 Risico's en rendementen

In de afspraken met interne en externe vermogensbeheerders dient helder tot uitdrukking te komen wat het risico-rendementprofiel is van de geselecteerde producten en diensten. Ten behoeve van de commissie heeft prof. dr. Rob Bauer een bijdrage geschreven over de effecten van de verschillende beleggingsstrategieën op het risico en het rendement van de totale beleggingsportefeuille. De volledige bijdrage is als bijlage II.4 opgenomen.

Zoals wij in deel I aangaven is de vraag naar de effecten op het risicorendementprofiel van doorslaggevende betekenis voor de vraag welke beleggingsstrategie kan worden gevolgd binnen de grenzen van de fiduciaire verantwoordelijkheid. De centrale vraag van deze paragraaf luidt dan ook:

Wat is de (mogelijke) invloed van verantwoord beleggen op het rendement en risico van de beleggingsportefeuille van pensioenfondsen?

We volgen daarbij de structuur van paragraaf 3 en gaan achtereenvolgens in op zaken die pensioenfondsen mogelijk wensen te vermijden, respectievelijk zaken die zij wensen te bevorderen. Daarbij gaan we in paragraaf 4.3.1 en in 4.3.2. in op beleggingen in aandelen. In paragraaf 4.3.3 wordt aandacht besteed aan de effecten van stemmen en engagement op risico's en rendementen. De bijdrage wordt afgesloten met een beschouwing over andere beleggingscategorieën, zoals vastrentende waarden, vastgoed en doelbeleggingen.

4.3.1 Zaken die men wenst te mijden

Welke invloed heeft een uitsluitingenbeleid gebaseerd op ESG-criteria op de prestaties van de totale portefeuille van een beleggingsfonds? De academische wereld heeft zich in de afgelopen jaren op deze vraag gestort. Op voorhand moet worden opgemerkt dat het systematisch uitsluiten van ondernemingen met een slechte governance hoegenaamd niet voorkomt. Daarom richten we ons in het navolgende vooral op uitsluitingen van ondernemingen op grond van sociale, ethische en milieucriteria.

In een recent onderzoek bestuderen Geczy, Stambaugh en Levin (2005) het mogelijke nutverlies voor de belegger als gevolg van de restrictie van het beleggingsuniversum. Geczy et al. (2005) concluderen dat beleggers met een rotsvast geloof in efficiënte markten naar verwachting weinig te duchten hebben van beperkte restricties van het beleggingsuniversum. Voor die groep beleggers geldt dat de rendement- en risicokenmerken van uitgesloten ondernemingen redelijk eenvoudig nagebootst kunnen worden door het toevoegen van andere ondernemingen in het beschikbare universum. Te drastische en systematische uitsluiting als gevolg van een uitgebreide set van zeer strikte ethische normen, kan leiden tot inefficiënte portefeuilles. Een pensioenfonds met een overwegend passief beleid hoeft naar verwachting als gevolg van beperkte uitsluiting geen negatieve effecten te verwachten op het rendementrisicoprofiel van de portefeuille.

Deze situatie is anders bij beleggers die ex ante overtuigd zijn van hun actieve selectievaardigheden. Zij voelen een beperking als gevolg van de inperking van het universum. Ze kunnen immers niet langer optimaal gebruik maken van hun toegevoegde waarde. Heeft het fonds derhalve een groot vertrouwen in de toegevoegde waarde van haar (externe) vermogensbeheerders, dan kan een te strikt uitsluitingenbeleid mogelijk contraproductief werken.

Wij plaatsten hierbij wel een kanttekening: elke portefeuillemanager van een actieve portefeuille kiest in wezen ook voor een vorm van uitsluitingenbeleid, alleen gebeurt dat op andere dan ESG-gronden. Een groot deel van het beleggingsuniversum wordt immers uitgesloten omdat hij verwacht dat deze ondernemingen relatief minder zullen renderen dan de benchmark. Natuurlijk kan de portefeuillemanager die ondernemingen op basis van financiële overwegingen later weer toevoegen, maar feit blijft dat een actieve portefeuille op enig moment een bepaalde deelverzameling van de index uitsluit. De mate waarin portefeuillemanagers van actieve aandelenportefeuilles in staat zijn om daadwerkelijk de index systematisch te verslaan door dit 'dynamische uitsluitingenbeleid' is in de beleggingsliteratuur uitvoerig bestudeerd. Studies van Malkiel (1995) en Gruber (1996) tonen onomstotelijk aan dat managers van actieve beleggingsfondsen in de regel niet in staat zijn om de benchmark *systematisch* te verslaan. Sterker nog, na kosten blijkt een significante underperformance van plusminus 1,0% per jaar. Dan rijst de vraag: welk uitsluitingenbeleid heeft nu grotere gevolgen voor de belegger? Een beperkt uitsluitingenbeleid toegepast op een overigens passieve beleggingsstrategie of een systematisch slechter presterende actieve portefeuille?

In de praktijk sluiten pensioenfondsen zelden of nooit hele sectoren van de economie uit van hun beleggingen. Het bewust beëindigen van beleggingen in individuele ondernemingen komt daarentegen wel voor, maar heeft veel minder ingrijpende gevolgen. Zo heeft het Noorse Overheidsfonds de investering in zo'n 25 ondernemingen opgeschort tot deze ondernemingen voldoen aan de financiële en ESG-criteria van het fonds. Op basis van bovengenoemde studies kan worden aangenomen dat pensioenfondsen die een vergelijkbare strategie hanteren geen negatieve invloed op het risicorendementprofiel hoeven te verwachten¹⁹. Wie daarentegen op voorhand grote aantallen ondernemingen uitsluit van belegging vanwege het feit dat deze ondernemingen deel uitmaken van een bepaalde bedrijfstak, zoals olie en gas, luchtvaart, chemie, of de genotsmiddelensector kan – indien ondoordacht uitgevoerd – de efficiënte samenstelling van een portefeuille in gevaar brengen.

4.3.2 Zaken die u wenst te bevorderen

De integratie van extra-financiële informatie in het reguliere beleggingsproces staat op zichzelf niet ter discussie. Er is geen sprake van een restrictie, maar van de mogelijkheid om een stuk extra-financiële informatie mee te nemen in het beslissingsproces. De vraag luidt: is deze mogelijkheid vanuit een oogpunt van risico en rendement de moeite waard?

Wetenschappelijk onderzoek naar de effecten van corporate governance wordt reeds enige tijd gepubliceerd. De meeste studies richten zich op het effect van corporate governance indicatoren op respectievelijk aandelenrendementen, de waardering van

¹⁹ Ook andere onderzoeken naar het uitsluiten van ondernemingen wijzen uit dat deze uitsluitingen, mits verstandig toegepast, in het algemeen geen negatief effect hebben op het risicorendementprofiel van de (totale) portefeuille. Voor een nadere uiteenzetting zie bijlage II.4.

ondernemingen op de beurs en boekhoudkundige winstbegrippen. Helaas heeft slechts een beperkt aantal studies een langere horizon, waaronder het onderzoek van Gompers, Ishii en Metrick (2003). Zij beschikten over een voldoende grote steekproef (ongeveer 1500 beursgenoteerde ondernemingen in de VS) met een tijdreeks van 10 jaar. In dit vaak geciteerde onderzoek analyseren de onderzoekers de invloed van 24 mogelijke beschermingsconstructies op aandelenrendementen. Na correctie voor risico blijkt dat portefeuilles van goed geleide ondernemingen jaarlijks maar liefst 8,5% meer rendement behaalden dan portefeuilles van slecht geleide ondernemingen in de periode 1990-1999. Bovendien zijn goed geleide ondernemingen doorgaans hoger gewaardeerd op de beurs, hebben zij hogere winstmarges en rendementen op het eigen vermogen.

Recent onderzoek van Core, Guay en Rusticus (2006) toont echter aan dat informatie met betrekking tot goed ondernemingsbestuur voor een groot deel verwerkt lijkt te zijn in de koersen. Bovendien argumenteren zij dat een groot deel van het door Gompers geprognosticeerde rendement kan worden verklaard door de internethype. Wanneer zij technologieaandelen buiten beschouwing laten, is de outperformance vele malen kleiner en statistisch insignificant. Cremers en Nair (2005) doen daar nog een schepje bovenop door aan te tonen dat de resultaten nogal gevoelig zijn voor de procedure van de portefeuilleconstructie. Deze empirische onderzoeken tonen aan dat een ruime historie met informatie over corporate governance kenmerken noodzakelijk is voordat ferme conclusies kunnen worden getrokken. Een voorzichtige conclusie van dit type onderzoek is wel dat er op zijn minst geen negatief verband lijkt te bestaan tussen corporate governancekenmerken en (lange termijn) aandelenrendementen.

Onderzoek op het gebied van de overige ESG-factoren heeft een minder lange historie als het gaat om empirisch onderzoek naar de relatie met financiële prestaties van ondernemingen. Het European Centre for Corporate Engagement (ECCE) heeft twee eco-efficiency studies verricht, die laten zien dat portefeuilles van ondernemingen met hoge scores op het gebied van eco-efficiency beter presteren dan portefeuilles van ondernemingen met lage scores. Bovendien blijkt dat ondernemingen die laag scoren op eco-efficiency doorgaans laag gewaardeerd zijn op de beurs. De waardering van hoog scorende ondernemingen daarentegen is niet afwijkend van het gemiddelde. Het lijkt er dus op dat beleggers met name slecht presterende ondernemingen direct afstraffen en dat het langer duurt voordat het goede nieuws in de koersen is verwerkt.

De bovenstaande voorbeelden geven aan dat aandelenbeleggers hogere rendementen kunnen behalen of juist minder vatbaar zijn voor plotseling opduikend negatief nieuws over de onderneming, indien ze relevante extra- financiële informatie integreren in het beleggingsproces. Het is echter van belang te beseffen dat deze informatie naar verwachting slechts een beperkt deel van de verwachte rendementen zal verklaren. Niet elke informatie in het spectrum van ESG-factoren is relevant. Daarnaast dient de vraag te worden beantwoord of de relevante extra-financiële informatie al in de koers is verwerkt. Het ligt voor de hand dat dit vaak niet het geval is, aangezien dit type informatie sinds korte tijd structureel beschikbaar is en door beleggers en analisten tot op heden zeer beperkt wordt ingezet in het beleggingsproces. De conclusie luidt dat op basis van de huidige wetenschappelijke literatuur niet eenduidig kan worden aangegeven

welke factoren relevant zijn en welke niet. Voor- en tegenstanders kunnen altijd wel een studie citeren die hun gedachtegoed bevestigt²⁰.

4.3.3 *Het inzetten van aandeelhoudersrechten*

Engagement en proxy voting zijn relatief nieuwe strategieën die beleggers inzetten om het management van een onderneming te beïnvloeden. Dat heeft als nadeel dat er nog weinig onderzoek is verricht naar de effecten van beide strategieën op de risico's en rendementen van ondernemingen, alsmede op het risicorendementprofiel van beleggingen in die ondernemingen. Dat geldt al helemaal voor longitudinaal onderzoek, dat eenvoudigweg niet beschikbaar is. Desalniettemin kan wel iets worden gezegd over de mogelijke effecten van engagement op de financiële performance van ondernemingen. Een aansprekend voorbeeld is het zogenaamde 'CalPERS-effect'. CalPERS publiceert reeds jaren een zwarte lijst met ondernemingen die in haar ogen slecht presteren op het gebied van corporate governance: de zogenoemde focus list of corporate laggards. De jaren vóórdat deze bedrijven op de lijst werden geplaatst, presteerden ze ver beneden het beursgemiddelde. In de jaren na de openlijke bekendmaking dat deze ondernemingen bij CalPERS op de zwarte lijst staan, presteerden ze ruim boven het gemiddelde. Kennelijk leidt deze vorm van engagement tot resultaten, al mogen de kosten die ermee gepaard gaan niet uit het oog worden verloren. Deze kosten kunnen substantieel zijn.

4.3.4 *Verbreding naar andere beleggingscategorieën*

Een tweede element in de discussie is de reikwijdte van de ESG-factoren in het beleggingsspectrum. De aandacht in de praktijk en in de wetenschap gaat vooral uit naar aandelen, zoals ook bleek uit het ECCE-onderzoek *De Kracht van Pensioenfondsen*. Uit oogpunt van consistentie zou dezelfde discussie gevoerd kunnen – en moeten – worden over beleggingen in bijvoorbeeld vastrentende waarden of onroerend goed. Helaas is er weinig empirisch onderzoek in deze beleggingscategorieën. Er zijn enkele uitzonderingen. Recent is er bijvoorbeeld aandacht besteed aan de relatie tussen governance karakteristieken (voornamelijk beschermingsconstructies) en bedrijfsobligaties (Cremers, Nair en Wei, 2007). Hieruit blijkt dat vreemd vermogen verschaffers lagere spreads (i.e. lagere risicopremies) eisen bij de aanwezigheid van beschermingsconstructies, terwijl een dergelijke aanwezigheid door aandeelhouders juist als negatief wordt ervaren (Gompers et al. 2003). Pensioenfondsen bezitten in de praktijk dikwijls zowel aandelen als bedrijfsobligaties van dezelfde onderneming. De uitvoering van hun corporate governance en engagementbeleid zou hiermee rekening moeten houden. Onderzoek naar de relatie tussen de spreads op bedrijfsobligaties en andere ESG-factoren staat nog in de kinderschoenen.

Ook de impact van extra-financiële informatie op vastgoed is vrijwel niet onderzocht in de wetenschap behoudens enkele studies naar de governance structuur van REITs. Wij volstaan hier met de verwijzing naar een recente ECCE studie van Bauer, Eichholtz en Kok (2007). In het geval van REITs (*real estate investment trusts*: genoteerd vastgoed) is het management verplicht om nagenoeg alle free cash flow uit te keren aan de aandeelhouders. Dit impliceert dat managers van REITs relatief weinig speelruimte hebben om waarde van aandeelhouders naar zich toe te trekken. Uit een onderzoek onder 220 US REITs, blijkt dat de waardering en de winstgevendheid van REITs niet

²⁰ Daarbij komt dat diverse studies geen correctie toepassen voor verschillen in beleggingsstijl en omvang van bedrijven waarin wordt geïnvesteerd. Voorzichtigheid bij het hanteren van de resultaten is derhalve gewenst.

gecorrleerd is met de governance ratings. Een soortgelijke analyse bij genoteerde large cap ondernemingen bevestigt het beeld dat Gompers et al. (2003) schetsen met betrekking tot aandelen. Bij reguliere (niet REIT) ondernemingen vinden de auteurs wel de positieve relatie tussen enerzijds winstgevendheid en waardering en anderzijds de governance score. In de markt zijn daarnaast talloze initiatieven om (E) en (S) te verwerken in vastgoedbeleggingsproducten, maar de wetenschappelijke grondslag ontbreekt grotendeels.

Een andere vorm van de beleggingsstrategie is het doen van doelbeleggingen. Hierbij gaat het om directe investeringen in bosbouwprojecten, 'climate change' en 'clean-tech' projecten of investeringen in microfinancieringsinstellingen. Omdat het hier investeringen betreft in niet-transparante markten, projecten en ondernemingen kunnen beleggers die de informatie waarover zij beschikken optimaal toepassen, aantrekkelijke rendementen behalen op hun investeringen. Deze beleggingen beogen bij te dragen aan het vergroten van de diversificatie van de beleggingsportefeuille en het behalen van goede absolute rendementen. Ze doen dat evenwel op een wijze die bijdraagt aan maatschappelijke doelen. Wetenschappelijk onderzoek naar de risico's en rendementen van deze nieuwe categorie beleggingen is op dit moment nog niet voorhanden. Daarvoor is de historie van deze beleggingen nog te kort.

5. Verantwoording

“Hoe ver ga je en op wat voor manieren kan een pensioenfonds invloed uitoefenen? Het nadenken over en bespreken van deze onderwerpen kan breder dan alleen binnen de vakbond; er is ook een rol voor de ondernemingen zélf.”

*Rienk van Splunder
Vice-voorzitter Vakcentrale CNV*

Leeswijzer

In dit hoofdstuk komt de verantwoording over het beleid en de uitvoering daarvan beknopt aan de orde. Achtereenvolgens wordt ingegaan op verantwoording als bedreiging of kans en op vraaggestuurde versus aanbodgestuurde verantwoording.

In *De Kracht van Pensioenfondsen* kwam tot uitdrukking dat een meerderheid van de responderende pensioenfondsen zich verantwoordt over het ESG-beleid en de uitvoering daarvan. Dat gebeurt op verschillende manieren: in het financieel jaarverslag, in een verantwoord beleggen jaarverslag, in een nieuwsbrief, of via het internet.

Een separaat verslag

PGGM doet uitgebreid verslag over haar activiteiten op het terrein van verantwoord beleggen in een separaat rapport. De commissie beveelt dit rapport, dat kan worden gedownload van de PGGM-website (www.pggm.nl), van harte aan.

Kader II.22 PGGM Verantwoord Beleggen Verslag

Zoals wij in deel I reeds aangaven is er een trend aanwezig naar transparantie. Dat geldt in de eerste plaats voor ondernemingen, die dan ook het verst gevorderd lijken in het bieden van openheid. Overheden, maatschappelijke organisaties en ook pensioenfondsen lijken zich – op een aantal uitzonderingen na – op te stellen als trendvolgers.

5.1 Verantwoording: bedreiging of kans?

Verantwoording wordt door pensioenfondsen soms als een bedreiging ervaren. Dit geldt vooral voor vragen die worden gesteld door anderen dan de begunstigden. Aan de andere kant is verantwoording ook een kans om het pensioenfonds te profileren, of in ieder geval om aan te geven dat het fonds bereid is verantwoording af te leggen over belangrijke vragen. In deel I zijn wij kort ingegaan op de rol van de deelnemers. Hoewel het bestuur een integrale afweging maakt tussen alle in het geding zijnde belangen, is het vraagstuk van verantwoord beleggen een kans om het gesprek aan te gaan met de begunstigden. Een goed voorbeeld vormt in dit kader het Pensioenfonds Horeca en Catering. Uit de peiling die het pensioenfonds deed onder de aangesloten werkgevers en de deelnemers bleek dat de laatsten vooral waardeerden dat zij werden geraadpleegd. Ook het onderlinge gesprek over verantwoord beleggen tussen pensioenfondsen kan bijdragen aan de openheid en professionaliteit in dit dossier.

5.2 Vraaggestuurde of aanbodgestuurde verantwoording

Pensioenfondsen zijn bij wet verplicht verantwoording af te leggen over het gevoerde beleid en de uitvoering daarvan. Die verplichting houdt volgens de Nederlandse pensioenwetten niet in dat een fonds ook tekst en uitleg dient te geven over het verantwoord beleggen beleid. In het licht van de fiduciaire verantwoordelijkheid van het

pensioenfonds is hierop een mogelijke uitzondering denkbaar: als de keuzen die een pensioenfonds maakt zwaar ingrijpen op het risicorendementprofiel mag worden verwacht dat het pensioenfonds daarover openheid van zaken geeft. Bij wet verplicht zijn de pensioenfondsen dus niet om te rapporteren over verantwoord beleggen. De Raad voor de Jaarverslaggeving heeft met Richtlijn RJ 400 wel een aanbeveling gegeven aan pensioenfondsen om in de rapportage rekening te houden met ESG-factoren.

Als een fonds binnen het kader van de reguliere financiële verantwoordingscyclus rapporteert over het gevoerde sociale, governance en milieubeleid, is sprake van een aanbodgestuurde verantwoording. Ook het pro-actief publiceren over verantwoord beleggen in nieuwsbrieven of via internet is veelal een uitdrukking van sturing vanuit het aanbod. Het pensioenfonds neemt zelf het initiatief om over deze onderwerpen verslag te doen. Zo kan een fonds relatief eenvoudig een toelichting op de website geven op het beleggingsbeleid en de uitvoering daarvan. Achtereenvolgens kunnen de mandaten worden beschreven, de resultaten van het beleid worden toegelicht en de evaluatie door het pensioenfonds worden gepubliceerd. Het verdient dan wel aanbeveling dat de kwaliteit van de informatieverstrekking gewaarborgd is. Als een bestuur communiceert mag het in redelijkheid verwachten dat de informatie van de uitvoeringsorganisatie en de (externe) dienstverleners adequaat en relevant is. Bij afwijkingen ten opzichte van de uitgangspunten is het aan te bevelen een toelichting op te nemen.

Het ligt anders indien een pensioenfonds reageert op een vraag vanuit de deelnemers, de toezichthouder of de samenleving. Op enkele uitzonderingen na, waarbij pensioenfondsen een keur aan vragen kregen vanuit de deelnemers, zijn de vragen met name afkomstig van maatschappelijke organisaties en de media. Hier is sprake van *vraaggestuurde verantwoording*. Komt de vraag van de toezichthouders, dan doet het pensioenfonds er verstandig aan de vraag te beantwoorden. Dat geldt ook voor vragen van de deelnemers. Voor maatschappelijke organisaties en de media ligt dat anders. Een pensioenfonds kan ervoor kiezen om al dan niet in te gaan op de vraag. Een verplichting tot antwoorden is er niet. Of dat verstandig is, staat te bezien en is afhankelijk van de aard van de vraag en de inschatting van de gevolgen als men geen antwoord geeft. Richtlijnen voor het maken van deze afweging zijn niet te geven. Elk pensioenfonds dient voor zichzelf te bepalen waar de grens van openheid ligt. Een concrete vraag waar pensioenfondsen momenteel voor staan is in hoeverre zij hun beleggingen openbaar willen maken. Sommige grote bedrijfstakpensioenfondsen, waaronder ABP, PGGM, PME en SPF Beheer, hebben gekozen voor het publiceren van de namen waarin de fondsen belegd zijn. Veel andere pensioenfondsen achten deze stap niet opportuun.

Principles for Responsible Investment en verslaggeving

Als kader voor het rapporteren kan gebruik worden gemaakt van de Principles for Responsible Investment (PRI). De onderwerpen die in de PRI aan de orde komen zijn:

- Geef aan hoe ESG-onderwerpen zijn geïntegreerd in het beleggingsproces;
- rapporteer over activiteiten als actief aandeelhouder (stemmen en/of engagement);
- specificeer wat het fonds verwacht van externe dienstverleners inzake PRI;
- communiceer met belanghebbenden over ESG-factoren en de principes;
- rapporteer over de voortgang en maak gebruik van een 'pas toe of leg uit' aanpak;
- probeer de impact van de principes vast te stellen;
- maak gebruik van rapportage om bewustzijn te creëren bij een brede groep stakeholders.

6. Afrondend

“Pensioenfondsbesturen zouden elk jaar even wakker geschud moeten worden, bijvoorbeeld via een bijeenkomst. Een goede follow-up op het rapport is belangrijk om het onderwerp blijvend onder de aandacht te houden”

Gerard Verheij
Secretaris Pensioenbeleid VNO-NCW

Dit rapport handelt over verantwoord beleggen en maakt onderscheid tussen het speelveld en het spel. Deel I gaat over het speelveld en beschrijft (aspecten van) de context waarin pensioenfondsen opereren. Deel II behandelt het spel, waarin het bestuur opgeroepen wordt om als een goede coach na te denken over de speelwijze, de grote lijnen uit te zetten en de betekenis van sociale, ethische, governance en milieufactoren daarbinnen te verhelderen.

Aan het eind van dit rapport stellen wij vast dat er veel is besproken, maar zeker niet alles. Dan gaat het om praktische vraagstukken zoals ‘Hoe om te gaan met het uitlenen van aandelen?’ of ‘Wanneer is samenwerking met andere pensioenfondsen opportuun?’ Of meer principiële vragen zoals ‘Is het wenselijk een gemeenschappelijk normatief kader te ontwikkelen dat een fundament legt voor de beleggingen van Nederlandse pensioenfondsen?’. In het voorgaande zijn deze vragen niet of slechts spaarzaam aan bod gekomen. Afgezien van de tijdsdruk en de verschillen tussen pensioenfondsen die maken dat fondsen voor zichzelf dienen te bepalen hoe zij richting willen geven aan verantwoord beleggen, wordt de onmogelijkheid van een volledig beeld ook ingegeven door het sterke dynamische karakter van het vraagstuk van verantwoord beleggen. De koepels roepen pensioenfondsen op om na te denken over een beleid, de uitvoering daarvan en de verantwoording daarover, maar ook om in samenwerking na te gaan hoe pensioenfondsen blijvend kunnen leren. Niet het rapport zelf, maar het gesprek met elkaar en met relevante belanghebbenden over de inhoud van het rapport vormt een belangrijke uitdaging voor de (besturen van) pensioenfondsen. Dat kan in de vorm van, onder meer, conferenties, workshops, seminars, discussiemiddagen, of opleidingstrajecten, maar ook in de vorm van concrete samenwerking gericht op het efficiënt en effectief behartigen van de belangen van de begunstigen. Het doel is om met elkaar te spreken over issues, dilemma’s, concrete uitwerkingen, samenwerking, et cetera.

De commissie (h)erkent dat er onder pensioenfondsen en in de samenleving wordt gesproken over een normenkader dat een aantal minimale vereisten omvat, gebaseerd op internationale verdragen, codes en richtlijnen. Het Noorse overheidsfonds heeft hier al enige jaren ervaring mee opgedaan, maar ook een kader zoals de UN Global Compact kan hier gelden als een bruikbaar uitgangspunt. De commissie heeft besloten om niet zelf een kader op te stellen, maar dit over te laten aan de pensioenfondsen in lijn met het uitgangspunt dat het bestuur bepaalt of, en zo ja welk beleid wordt gevoerd. Dat er voor diverse pensioenfondsen meerwaarde schuilt in het formuleren van een gemeenschappelijk kader en van financiële producten en diensten die daarop aansluiten, is in de afgelopen maanden helder geworden. Het is echter aan de pensioenfondsen zelf om de samenwerking te zoeken waar de fondsen dat wenselijk of zelfs noodzakelijk achten. Voor een deel is die samenwerking reeds geëffectueerd.

Zo vormt Eumedion een samenwerkingsverband op het terrein van corporate governance. Het is denkbaar dat er een vergelijkbaar initiatief komt op het terrein van sociale, ethische en milieuaspecten.

Ook het feit dat de pensioensector in zijn geheel met een vraagstuk kampt dat aandacht verdient – los van de individuele fondsen – is een onderwerp voor verdere verdieping. De kracht van dit rapport ligt voor een belangrijk deel in het eensgezind optrekken van bedrijfstakpensioenfondsen, ondernemingspensioenfondsen en beroepspensioenfondsen. Zij staan voor de uitdaging hoe nu verder invulling te geven aan dit vraagstuk en aan de ondersteuning van hun leden en aangeslotenen.

Den Haag, 14 november 2007

Begrippenlijst

ABTN

De actuariële en bedrijfstechnische nota waarin pensioenfondsen een verklaring dienen op te nemen omtrent de toegepaste wegingsmethoden voor beleggingsrisico's, de risicobeheersprocedures en de strategische allocatie van activa in het licht van de aard en de looptijd van de pensioenverplichtingen.

Actief stembeleid

Het betrekken van ESG criteria bij het stemgedrag op aandeelhoudersvergaderingen.

AsRia

Association for Sustainable and Responsible Investment in Asia. Het doel van dit samenwerkingsverband van institutionele beleggers in de Asia Pacific regio is om corporate responsibility en duurzaam beleggen te bevorderen.

Best-in-class

Overweging van beleggingen in entiteiten binnen een 'verantwoord universum' die relatief goed scoren op ESG criteria.

CaIPERS

California Public Employees' Retirement System. Pensioenfonds voor werknemers in de publieke sector van de staat Californië.

CaISTRs

California State Teachers' Retirement System. Pensioenfonds voor docenten op openbare scholen en universiteiten.

(Nederlandse) Corporate Governance Code

De Nederlandse Corporate Governance code is op 9 december 2003 vastgesteld door een commissie onder voorzitterschap van mr. M. Tabaksblat. Hij bevat principes ofwel beginselen van deugdelijk ondernemingsbestuur en best practice bepalingen.

CSR

Corporate Social Responsibility. Een concept waarbij organisaties rekening houden met de belangen van de maatschappij, door rekening te houden met de gevolgen van hun activiteiten op klanten, werknemers, aandeelhouders, gemeenschappen en het milieu in alle aspecten van hun operaties.

DNB

De Nederlandsche Bank. DNB oefent toezicht uit op de pensioenfondsen in Nederland. Dit betekent dat zij er op toeziet dat de onder toezicht staande pensioenfondsen solide en solvabele instellingen zijn, die hun verplichtingen kunnen nakomen.

Doelinvesteringen

Het beleggen in specifieke projecten, waarbij ESG variabelen een evidente rol spelen. Bekende voorbeelden zijn investeringen in microfinanciering, duurzame bosbouw en alternatieve energie (windmolens).

Duurzaam beleggen

Zie: Verantwoord beleggen.

EAI

Enhanced Analytics Initiative. Internationaal samenwerkingsverband van vermogensbeheerders ter bevordering van onderzoek naar het betrekken van niet-financiële factoren bij de beoordeling van lange termijn investeringen.

Earth Charter

Verklaring van fundamentele principes die bijdragen aan een rechtvaardige, duurzame en vreedzame wereldwijde samenleving. De verklaring is door meer dan 2500 organisaties bekrachtigd, waaronder UNESCO.

Engagement

Het in gesprek treden met ondernemingen waarin belegd wordt. Een belangrijke uitingsvorm van engagement is actief stemmen op aandeelhoudersvergaderingen.

Equator Principles

Benchmark voor de financiële sector om de sociale en milieurisico's in projectfinanciering te bepalen, te beoordelen en te beheersen.

ESG

Environmental, Social en Governance.

Ethisch beleggen

Het op basis van een principiële gedrevenheid op voorhand uitsluiten van beleggingen in entiteiten, die niet overeenkomen met de door de belegger gehanteerde normen.

Eumedion

Opvolger van de Stichting Corporate Governance Onderzoek voor Pensioenfondsen (SCGOP). Eumedion behartigt de belangen van de aangesloten institutionele beleggers op het terrein van corporate governance.

Europese Pensioenrichtlijn

Richtlijn betreffende de werkzaamheden van en het toezicht op instellingen voor bedrijfspensioenvoorziening (2003/41/EG). De Europese pensioenrichtlijn bevat regels die voor alle pensioeninstellingen in Europa gelden en kan beschouwd worden als de eerste stap naar harmonisatie op het gebied van pensioenen. Een belangrijk element is dat pensioenfondsen dienen te beleggen volgens de prudent person-regel.

Eurosif

European Social Investment Forum. Pan-Europees samenwerkingsverband bestaande uit pensioenfondsen, financiële dienstverleners, academische instituten, onderzoeksbureaus en NGO's, met als doelstelling het bevorderen van duurzaamheid in financiële markten.

Fiduciaire verantwoordelijkheid

Pensioenfondsen beheren gelden van deelnemers en pensioengerechtigden (begunstigden) en dienen dientengevolge het kapitaal zorgvuldig te beheren in het belang van de begunstigden.

FRR

Le Fonds de Réserve pour les Retraites. Frans pensioensysteem voor werknemers in de private sector, met als doel om vanaf 2020 de financiële gevolgen van de vergrijzing op te vangen.

Handvest van de Aarde

Zie: Earth Charter.

IAO

Internationale Arbeidsorganisatie. Zie: ILO.

ICGN

International Corporate Governance Network. Netwerk van organisaties uit de financiële sector, academici, toezichhouders, vakbondsvertegenwoordigers en experts op het gebied van corporate governance. Het doel van ICGN is het ontwikkelen en het bevorderen van de toepassing van corporate governance richtlijnen.

ILO

International Labour Organization. De ILO is het tripartiete UN agentschap dat overheden, werkgevers en werknemers van de lidstaten samenbrengt, om met gezamenlijke inspanning behoorlijke arbeidsomstandigheden in de hele wereld te bevorderen.

Integrale waardenanalyse

Het integraal betrekken van financiële, sociale, ethische, governance en milieuwaarden bij de keuze van entiteiten waarin belegd wordt.

Licence to operate

De legitimatie om diensten aan te bieden aan de samenleving in het algemeen en de deelnemers in het bijzonder (in het geval van pensioenfondsen).

Maatschappelijk verantwoord beleggen

Zie: verantwoord beleggen.

MVO

Zie: verantwoord ondernemen.

Negatieve screening

Het desinvesteren in beleggingen die het fonds wenst te mijden, onder te verdelen in uitsluiting.

Noorse Staatspensioenfonds

The Norwegian Government Pension Fund /Statens pensjonsfond – Norge. Voorheen: Noors Petroleum Fonds. Noors staatspensioenfonds dat als doel heeft om de petroleum opbrengsten over de huidige en toekomstige generaties te verdelen.

NPT

Non-proliferatie verdrag inzake atomaire wapens/ Treaty on the Non-Proliferation of Nuclear Weapons. Verdrag met als doel om de verspreiding van nucleaire wapens en

technologie te voorkomen en bestaande kernwapenarsenalen af te bouwen. Het Verdrag is in 1970 van kracht geworden en is door meer dan 180 staten ondertekend.

NYCERS

New York City Employees' Retirement System. Pensioenfonds voor de werknemers in dienst van de stad New York.

OESO

Organisatie voor Economische Samenwerking en Ontwikkeling. De OESO heeft de Richtlijnen voor Multinationale Ondernemingen opgesteld. Ze bieden een handvat voor gedragscodes van ondernemingen om met de verschillende aspecten van duurzame ontwikkeling om te kunnen gaan. De Richtlijnen gaan onder andere in op werkgelegenheid en arbeidsverhoudingen, wetenschap en technologie, milieu, openbaarmaking van gegevens, mededinging, financiering en belastingen.

Positieve screening

Het bevorderen van beleggingen in activiteiten, die het pensioenfonds wenst te stimuleren. Best-in-class, integrale waardenanalyse en doelinvesterings zijn onderdelen van deze strategie.

PRI

Principles for Responsible Investment. Deze principes geven de kernwaarden weer van een aantal investeerders met doorgaans een lange termijn beleggingshorizon. Belangrijke uitgangspunten van de principes zijn dat ESG issues invloed kunnen hebben op de performance van de portfolio en dat door toepassing van de principes maatschappelijke doelstellingen verbonden kunnen worden met die van investeerders.

SRI

Socially Responsible Investing. SRI houdt zowel rekening met de financiële belangen van de investeerder, als met de impact van de investering op de maatschappij.

Themabeleggingen

Zie: doelinvesterings.

TIAA-CREF

Teachers Insurance and Annuity Association. Amerikaans pensioenfonds voor werknemers in de academische, medische, culturele en onderzoekssector.

Uitsluiting

Het op voorhand uitsluiten van activiteiten, waarin een pensioenfonds niet wenst te beleggen. Een bekend voorbeeld is het niet beleggen in ondernemingen die zich bezighouden met de productie van antipersoonswapens.

UN Global Compact

Raamwerk voor ondernemingen die hun operaties en strategieën in lijn willen brengen met 10 principes, op het gebied van mensenrechten, arbeidsomstandigheden, milieu en anticorruptie. De UN Global Compact kent ruim 1000 participanten uit ruim 100 landen.

UNEP-FI

United Nations Environment Programme Finance Initiative. Wereldwijd samenwerkingsverband tussen de UNEP (United Nations Environment Programme) en de financiële sector. Meer dan 160 instituten, waaronder banken, verzekeraars en fondsmanagers, werken samen met de UNEP om te begrijpen welke impact milieu- en sociale overwegingen hebben op de financiële performance.

Universele belegger

Institutionele belegger die aandelen bezit in een omvangrijk deel van de economie, deze aandelen houdt voor de lange termijn en doorgaans alleen handelt om de index in stand te houden.

Universele Verklaring van de Rechten van de Mens

Handvest aangenomen op 10 december 1948 door de Algemene Vergadering van de Verenigde Naties. In de verklaring zijn de rechten vastgelegd die voor iedereen en te allen tijde gelden: van politieke en burgerrechten, zoals het recht om voor je mening uit te komen, tot sociaal-economische rechten, zoals het recht op onderwijs, eten en onderdak.

USS

Universities Superannuation Scheme. Vrijwillige pensioenregeling in het Verenigd Koninkrijk (UK) voor werknemers in de academische sector.

VBDO

Vereniging van Beleggers voor Duurzame Ontwikkeling. Vereniging van aandeelhouders en belegger in Nederland met als doelstelling het behartigen van de belangen van institutionele en particuliere beleggers, die willen bijdragen aan duurzame ontwikkeling.

Verantwoord beleggen

Beleggen op grond van financiële, sociale, governance en milieuoverwegingen en/of de beïnvloeding van bedrijven, overheden en andere relevante actoren op grond van deze overwegingen.

Verantwoord ondernemen

Ondernemen op een manier, waarbij naast het streven naar winst (profit) ook rekening wordt gehouden met het effect van de activiteiten op het milieu (planet) en met de menselijke aspecten binnen en buiten het bedrijf (people).

Verklaring van Rio

UN Verklaring inzake milieu en ontwikkeling, aangenomen op 16 juni 1992, met als doel een nieuw en rechtvaardig mondiaal partnerschap tot stand te brengen door het scheppen van nieuwe vormen van samenwerking tussen staten, belangrijke maatschappelijke organisaties en mensen.

Verdrag van Ottawa

Conventie (1997) ten behoeve van het verbieden van het gebruik, opslaan, de productie en het vervoer van anti-persoonsmijnen en ten behoeve van de vernietiging van dergelijke wapens.

Geïnterviewden

In het kader van haar werkzaamheden heeft de commissie gesprekken gevoerd met tal van deskundigen, die wij nogmaals hartelijk danken voor de bereidheid hun denkbeelden met de commissie te delen.

Naam	Hoofdfunctie
Prof. dr. L.A.A. van den Berghe	Buitengewoon hoogleraar, Universiteit Gent
Prof. dr. H. Beunders	Hoogleraar Geschiedenis van Maatschappij, Media en Cultuur, Erasmus Universiteit Rotterdam
Prof. dr. A.W.A. Boot	Hoogleraar Ondernemingsfinanciering en financiële markten, Universiteit van Amsterdam
J. Buurgaard-Nielsen	Inhoudelijk medewerker klimaat en energie, Milieudefensie
M. Christensen MBA MA	Directeur Eurosif
Dr. J.M. Cramer	Minister van Volkshuisvesting, Ruimtelijke Ordening en Milieubeheer
Drs. G. Crijns	Coördinator MVO Platform
Mr. J.M. van der Does de Willebois	CFO NYSE Euronext
Mr. J.P.H. Donner	Minister van Sociale Zaken en Werkgelegenheid
J.W. Eggen	Beleidsmedewerker Vakcentrale MHP
Mr. P.J. Gortzak	Algemeen secretaris en vice-voorzitter FNV Vakcentrale
Prof. mr. dr. P.F. van der Heijden	Hoogleraar Internationaal arbeidsrecht en Rector Magnificus, Universiteit Leiden
G. van der Helm	Directeur VBDO
Ir. G.E. de Jong	Chief Financial Officer a.i., WWF
Prof. dr. C.G. Koedijk	Hoogleraar aan de Faculteit Economie en Bedrijfswetenschappen, Universiteit van Tilburg
F.M.J. de Laaf	Speciale Projecten Oxfam Novib
Dr. R.F.M. Lubbers	Voormalig Minister-president
Drs. E. Nazarski	Directeur Amnesty International Nederland
Drs. K.B. van Popta	Directeur Financiën en Interne Zaken, MKB-Nederland
Prof. dr. C.B.M. van Riel	Hoogleraar Corporate Communication, Erasmus Universiteit Rotterdam
Dr. A.H.G. Rinnooy Kan	Voorzitter Sociaal Economische Raad
K.I. van Splunder	Vice-voorzitter CNV Vakcentrale
Drs. G. Verheij	Secretaris pensioenbeleid VNO-NCW
Dr. H.H.F. Wijffels	Bewindvoerder bij de Wereldbank, Washington

Referenties

Bernstein, P.L., *Against the Gods; the remarkable story of risk*, 1996, John Wiley & Sons, Hoboken, 1996 (... citaat op pag. 11 van het rapport)

Bauer, R., *Verantwoord Beleggen: Rendement en Risico*, 2007 (Zie: Bijlage II.4)

Bauer, R., P. Eichholtz en N. Kok, *Corporate Governance and Performance: The REIT effect*, ECCE Working Paper, Maastricht University, 2007

Geczy C. C., Stambaugh R. F. and D. Levin, *Investing in Socially Responsible Mutual Funds*, University of Pennsylvania, 2005

CNV, *Principes in praktijk – CNV beleggingscode*, 1999

CNV, *Principes in praktijk – De CNV beleggingscode voor institutionele beleggers herzien*, 2003

Core, J., W. Guay en T. Rusticus, *Does Weak Governance Cause Weak Stock Returns? An Examination of Firm Operating Performance and Investors' Expectations*, uit: *The Journal of Finance*, 61, 2006, pp. 655-687

Cremers, M. en V. Nair, *Governance Mechanisms and Equity Prices*, uit: *The Journal of Finance*, 60, 2005, pp. 2859-2894

Cremers, M., V. Nair en J. Wei, *Governance Mechanisms and Bond Prices*, uit: *The Review of Financial Studies*, 20, 2007, pp. 1359-1388

Earth Charter, 2000 (Zie: <http://www.earthcharter.org/>)

ECCE Survey, *Extra-financial Information in Financial Communication of European Companies*, ECCE report, Universiteit Maastricht, 2007

FNV, *Goed belegd, over maatschappelijk verantwoord beleggen van pensioenvermogen*, 2000

FNV, *Naar een generatieproof pensioen*, 2006 (Zie: www.abvakabofnv.nl)

Freshfields Bruckhaus Deringer, *A legal framework for the integration of environmental, social and governance issues into institutional investment*, UNEP Financial Initiative, 2005 (Zie: <http://www.unepfi.org/publications/index.html>)

Gompers, P., Ishii, J.L. en Metrick, A., *Corporate Governance and Equity Prices*, uit: *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 188: 1, 2003, pp. 107-155.

Gruber, M.J., *Another Puzzle: The Growth in Actively Managed Mutual Funds*, uit: *The Journal of Finance*, 51, 1996, pp. 783-810

Hummels, G.J.A., *De kracht van pensioenfondsen*, Universiteit Maastricht, 2007 (Zie: <http://www.corporate-engagement.com/>)

ILO Convention 138 concerning the Minimum Age for Admission to Employment, 1973

ILO Convention 182 concerning the prohibition and immediate action for the elimination of the worst forms of child labour, 1999

Maatman, R.H., *Het pensioenfonds als Vermogensbeheerder*, Kluwer, Deventer, 2004

Maatman, R.H., *Prudent person regel en verantwoord beleggingsbeleid*, 2007 (Zie Bijlage I.3)

Malkiel, B.G., *Returns from Investing in Equity Mutual Funds from 1971 to 1991*, uit: *The Journal of Finance*, 50, 1995, pp. 549-572

Monks, A.G. en Minow, N., *Corporate Governance*, Blackwell, Oxford, 2001

Non-proliferatie verdrag inzake atomaire wapens/ Treaty on the Non-Proliferation of Nuclear Weapons, 1970

OESO Richtlijnen voor Multinationale Ondernemingen, 1976 (voor het laatst herzien in 2000; zie: <http://www.oesorichtlijnen.nl/>)

Richtlijn 2003/41/EG van het Europees Parlement en de Raad van de Europese Unie van juni 2003 betreffende de werkzaamheden van en het toezicht op instellingen voor bedrijfspensioenvoorziening

Rio Declaration on Environment and Development, 1992 (Zie: <http://www.unep.org/>)

UN Global Compact, 2000 (Zie: www.unglobalcompact.org)

UNPRI, *Principles for Responsible Investing* (Zie: www.unpri.org)

Verdrag van Ottawa, 1997 (Zie: <http://www.un.org/>)

Zembla, *Het clusterbom gevoel – uitzending 18 maart 2007* (Zie: <http://zembla.vara.nl/> voor de integrale uitzending)